

<https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>

Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений

А.В. Митенков ✉, В.Ф. Клеванский

Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС»,
119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация

✉ amit-77@mail.ru

Аннотация. В статье представлен анализ современных научных теоретических и эмпирических исследований, посвященных оценке эффективности сделок слияний и поглощений с использованием метода краткосрочного событийного анализа, мотивов менеджеров при принятии решения о приобретении других компаний с точки зрения сроков получения ожидаемого эффекта, приведены и систематизированы ограничения метода накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs).

Впервые проведен научный синтез ограничений метода возможностей точного предсказания конечных результатов сделок. В частности, рассмотрены следующие проблемы метода CARs: определения даты и окна событий; противоречивости результатов исследований; оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений; ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций; арбитражных торговых стратегий; отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности; гипотезы эффективного рынка; завышения цены акций компании-покупателя.

Сделан вывод о возможной неточности метода при его использовании в оценке эффективности слияний и поглощений.

Ключевые слова: сделки слияний и поглощений, оценка эффективности, прогнозирование бизнеса, событийный анализ, накопленная избыточная доходность, компания-покупатель, оценка изменений бизнеса, структурные изменения в промышленности, управление изменениями, промышленные предприятия, инструменты стратегического планирования

Для цитирования: Митенков А.В., Клеванский В.Ф. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений. *Экономика промышленности*. 2024;17(2):115–127. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>

Criticism of the short-term event analysis method in evaluating the effectiveness of mergers and acquisitions

A.V. Mitenkov ✉, V.F. Klevansky

National University of Science and Technology “MISIS”,
4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation

✉ amit-77@mail.ru

Abstract. The article presents the analysis of the contemporary theoretical and empirical research devoted to evaluation of the effectiveness of mergers and acquisitions by means of short-term event analysis method, managers' motivation in making decisions on the acquisition of other companies from the perspective of the timing of the expected effect; it adduces and systematizes the limitations of the cumulative abnormal returns (or CARs) method. The authors carry out scientific synthesis of the limitations of the method of capabilities of accurate prediction of the final results of transactions. In particular, the following problems of the CARs method have been identified: determining the date of the event, determining the event window, inconsistencies in research results, outflow of funds from purchasing companies

during mergers and acquisitions, arbitrage trading strategies, the lack of long-term predictive value of the method of accumulated excessive profitability, efficient market hypotheses, overcharging of the purchasing company shares.

The authors have made a conclusion about possible inaccuracy of the method if used to evaluate the effectiveness of mergers and acquisitions.

Keywords: mergers and acquisitions, evaluation of effectiveness, business forecasting, event analysis, accumulated excessive profitability, the purchasing company, evaluation of business transformations, structural transformations in the industry, change management, industrial enterprises, strategic planning tools

For citation: Mitenkov A.V., Klevansky V.F. Criticism of the method of short-term event analysis when assessing the effectiveness of mergers and acquisitions. *Russian Journal of Industrial Economics*. 2024;17(2):115–127. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>

论评估并购交易效率时使用的短期事件分析法的局限性

A.V. 米坚科夫 ✉, V.F. 克萊万斯基

国立研究型技术大学 “MISIS”, 119049, 俄罗斯联邦莫斯科市列宁斯基大街4号1栋

✉ amit-77@mail.ru

摘要: 文章分析了基于短期事件分析方法评估并购交易效率的现代科学理论和实证研究, 从获得预期效果的时间角度分析了管理者决定并购其他公司的动机, 提出并系统阐述了累计超额收益率 (CAR) 方法的局限性。

这是首次对准确预测交易最终结果的可能性方法的局限性进行科学综合。特别指出了累计超额收益率方法的以下问题: 事件日期的确定; 事件窗口的确定; 研究结果的不一致性; 并购交易中收购公司的资金流出; 市场对并购交易的预期以及这些预期在股票价格中的体现; 套利交易策略; 累计超额收益率方法缺乏长期预测价值; 有效市场假说; 抬高收购公司股票价格。

结论是该方法在评估并购效率时可能不准确。

关键词: 并购; 效率评估; 业务预测; 事件分析; 累计超额收益; 收购公司; 业务变化评估; 产业结构变化; 变革管理; 工业企业; 战略规划工

Введение

Слияния и поглощения (M&A, от англ. *mergers and acquisitions*) представляют собой перераспределение ресурсов от покупателей к продавцам. С. Хевинк приводит статистические данные о том, что в 2020 г. в мире было заключено более 45 тыс. сделок суммарным объемом порядка 2,8 трлн долл. США [1]. Гигантские совокупные объемы сделок и огромное количество вовлеченных в эти сделки выгодоприобретателей определяют научную задачу совершенствования актуальности методик анализа, оценки и прогнозирования имеющихся трендов в целях получения объективного ответа на ключевой вопрос, волнующий собственников и акционеров: являются ли сделки слияния и поглощения прибыльными или топ-менеджмент, вольно или невольно, «разрушает акционерную стоимость»?

Научная мысль сделала большой шаг вперед, применяя в качестве инструмента оценки эффективности сделок слияний и поглощений метод краткосрочного событийного анализа, основанный на измерении реакции рынка на объявление

о предстоящей сделке [2]. Последователи данного метода придерживаются мнения, что при объявлении о сделке раскрывается значительный объем информации, и реакция инвесторов на данную информацию, выражающаяся в избыточных отклонениях относительно нормальных статистических отклонений, колебаниях цен на акции, позволяет сделать заключение об успешности или «провале» самой сделки. В исследованиях, использующих этот метод, измеряется отклонение цен на акции компаний-покупателей в течение нескольких дней «до» и «после» объявления о сделке, делаются выводы о том, что суммарное позитивное или негативное отклонение, например на 0,5 % от «нормального» значения, говорит об успехе или, наоборот, о провале сделки. В качестве примера можно привести цитату из исследования компании «МакКинзи» под авторством Т. Келлера, базирующегося на методах краткосрочного событийного анализа: «Большинство эмпирических исследований показывают, что одна треть или более компаний-покупателей разрушают ценность для своих акционеров» [3].

Анализ научной литературы показывает, что исследования (например, Т. Клейна [4]), использующие или анализирующие событийные методы, указывают на противоречивость данных методов и получаемых с их помощью результатов. Тем не менее, несмотря на это, выводы, которые делаются в исследованиях, применяющих эти методы, носят точные и однозначные формулировки, включая эмоционально окрашенные, такие как «разрушение акционерной стоимости» и аналогичные. Данные выводы, сделанные на основе неоднозначных и противоречивых методов, используются в последующем без каких-либо оговорок для других исследований и в нарративах, предопределяя общественное мнение и поведение инвесторов.

Метод краткосрочного событийного анализа подходит, например, для анализа влияния на котировки акций, объявлений о выплате дивидендов [5], выхода отчетов и рекомендаций аналитиков [6] или других публичных событий. Однако использование этого метода для оценки результатов сделок слияний и поглощений, имеющих в большинстве случаев долгосрочные цели, выглядит, как минимум, спорно. Очевидно, сами акционеры и топ-менеджеры компаний-покупателей при принятии решений о слияниях или приобретениях ориентируются на долгосрочные, а не на краткосрочные показатели.

При этом возникают вопросы касательно применения метода краткосрочного событийного анализа, а именно:

- является ли метод приемлемым инструментом для оценки результативности сделок слияний и поглощений;

- позволяет ли данный метод с достаточной степенью достоверности прогнозировать будущие доходы инвесторов от сделок?

В связи с присутствием в различных научных работах разрозненных упоминаний о недостатках метода краткосрочного событийного анализа, в том числе при оценке результатов сделок слияний и поглощений, комплексный критический анализ ограничений этого метода стал предметом данного исследования.

Теоретическая ценность исследования заключается в систематизации способов оценки результатов сделок слияний и поглощений, представленных в отечественной и зарубежной научной литературе. Данная работа является элементом более широкого исследования в области развития методологии оценки сделок слияния и поглощения в промышленности, проводимого авторами.

Теоретико-методологическим базисом проведенного исследования стали работы отечественных и зарубежных авторов, посвященные вопросам предмета исследования. Применены методы аналитико-синтетической обработки научной информации и сравнительного анализа этих источников, что позволяет выделить общие черты, особенности и взаимосвязи между понятиями и категориями метода краткосрочного событийного анализа и эффективностью сделок слияний и поглощений.

Результаты и их обсуждение

История метода и ограничения его применения. Методология изучения событий была введена Р. Боллом, Ф. Брауном, Ю. Фамой и другими в конце 1960-х годов в области корпоративных финансов. Р. Болл и Ф. Браун оценили влияние на рынок публикаций отчетов о прибылях и убытках [7], в то время как Ю. Фама и др. изучали последствия дробления акций [8]. Согласно С. Котари и Дж. Уорнеру, изучение событий в последующем стало использоваться как основное средство проверки эффективности рынка, а также в смежных областях. Так, в литературе по бухгалтерскому учету большое внимание уделяется влиянию публикаций финансовой отчетности на курсы акций. В области права и экономики событийные исследования используются для изучения эффекта регулирования, а также оценки ущерба в случаях юридической ответственности [9]. Метод событийного анализа применяется в расследованиях инсайдерской торговли и манипулировании рынком [10] благодаря его способности научно обоснованно и аргументированно находить различия между колебаниями цен, которые отражают диапазон типичных колебаний стоимости ценных бумаг, и неожиданным воздействием на цену.

С. Котари и Дж. Уорнер [9] выявили 565 работ, использующих метод событийного анализа, опубликованных в различных научных журналах за период с 1974 по 2000 г. За прошедшие с тех пор годы количество таких исследований превысило тысячу.

Первые работы по использованию событийных исследований в анализе слияний и поглощений включают, например, труды Р. Стиллмана, который рассматривает 11 горизонтальных слияний в целях выявления потенциальных антиконкурентных сделок [11]. Его гипотеза заключается в том, что реакция на объявления о сделках, потенциально ограничивающих конкуренцию на рынке, должна привести к подорожанию не только компании-покупателя и компании-цели, но и их рыночных конкурентов.

Краткосрочные исследования событий на сегодняшний день являются самым популярным подходом к оценке слияний и поглощений. Согласно анализу Л. Реннебуг и К. Ванстинксте, 128 из 151 (или 85 %) исследований эффективности сделок М&А используют краткосрочный событийный анализ в качестве основных выводов. В своей работе авторы приводят подробный свод исследований, где рассмотрены и классифицированы возможные причины успеха или провала сделок М&А [2]. В табл. 1 представлен синтез, переработанный для целей расчета доли краткосрочных событийных исследований в оценке М&А-сделок.

Представленный в табл. 1 анализ показывает, что наиболее часто применяемый метод анализа в сделках слияний и поглощений – метод накопленной избыточной доходности [12] (*Cumulative Abnormal Returns*, CARs). Без применения этого метода не обходится практически ни одно исследование, а общая доля среди применяемых методов составляет 52 %, т.е. более половины.

Анализ метода накопленной избыточной доходности. «Суть метода событийного анализа состоит в отслеживании реакций фондового рынка на те или иные события, возникающие в результате деятельности участников рынка. Ключевой характеристикой реакции инвесторов является аномальная (избыточная) доходность и накопленная избыточная доходность, возникающие в короткий период до и после события. Основным элементом событийного анализа, как следует из названия метода, является непосредственно событие – сделка слияния и поглощения» [6].

При этом в качестве даты события используется не дата заключения сделки, а дата публичного появления данной новости (обычно для этого используются сайты раскрытия информации, публикующие объявления эмитентов согласно законодательству о рынке ценных бумаг). В некоторых исследованиях (например, Т. Дусо, К. Гуглер и Б. Юртоглу [13]) в качестве даты события используется первый день, когда в прессе появились слухи о слиянии. Для этого авторы применили специальное программное обеспечение – платформу Доу Джонс Интерактив (*Dow Jones Interactive*) для деловых новостей и исследований, объединяющую контент из газет, новостных лент, журналов, исследовательских отчетов и веб-сайтов.

Кроме даты события на результаты событийного анализа существенное влияние может оказать выбор периода времени, в течение которого будут анализироваться цены акций («окно

событий»). В методе накопленной избыточной доходности в основном используются периоды в несколько дней, предшествующих появлению информации о событии, и нескольких дней после. Период до события применяется в связи с возможными утечками информации и инсайдерской торговлей, которые влияют на котировки акций. Важно отметить, что, согласно исследованию Т. Дусо, К. Гуглер и Б. Юртоглу, наибольшую корреляцию результатов краткосрочного событийного анализа и долгосрочного анализа эффективности сделок слияний и поглощений показывают «окна» событий с увеличенным до 50 дней периодом «до» сделки (что можно, в том числе, трактовать как результат утечек информации и инсайдерской торговли) [14].

Главный принцип метода событийного анализа – измерение «аномальной», или избыточной доходности ценной бумаги. Аномальная доходность – это разница между доходностью, возникающей при наступлении события, и «нормальной» доходностью, которая появилась бы при отсутствии события, т.е. в случае отсутствия сделки слияний и поглощений. Для оценки «нормальной» доходности в анализе событий используются различные варианты моделей, начиная от простейшей со средним и заканчивая многофакторными рыночными моделями.

Метод событийного анализа предполагает, что аномальная доходность (величина, остающаяся сверх «нормальной» доходности) отражает влияние события на фондовый рынок, в рамках данного исследования – влияние информации о сделке слияний и поглощений на котировки ценных бумаг.

Метод накопленной избыточной доходности измеряет аномальную доходность в период до и после события, суммируя ее показатели в течение заданного «окна». Рационально-обоснованный выбор периода до события важен, так как если событие прогнозируется, то часть аномальной доходности может реализоваться до наступления события.

Проведенный анализ доказывает, что результат измерений для данных методов существенно зависит как от выбранного окна событий, так и от модели «нормальной» доходности, что может приводить к противоречивым выводам.

Сделки слияний и поглощений с точки зрения менеджмента. Наиболее важные причины слияний или поглощений были исследованы в статье Т. Мукерджи и др. с помощью опроса финансовых директоров компаний, которые в прошлом проводили сделки слияний и поглощений (табл. 2) [14].

Таблица 1 / Table 1

Возможные причины успеха или провала сделок M&A в исследованиях

Possible reasons for the success or failure of M&A transactions

Описание фактора, влияющего на эффективность сделок	Метод накопленной избыточной доходности (на краткосрочном окне событий)	Другие методы	Итого количество применяемых методов исследований	Доля метода накопленной избыточной доходности, %
Высокомерие и самонадеянность – со стороны последовательных покупателей	9	4	13	69
Обучение руководителей и организационный опыт – со стороны последовательных покупателей	8	7	15	53
Исчерпание наиболее интересных целей поглощения – со стороны последовательных покупателей		6	6	0
Покупка компаний – бывших покупателей	2	1	3	67
Стимулы и вознаграждение генерального директора	6	6	12	50
Профессиональные и социальные связи	9	6	15	60
Занятость Совета директоров и совмещение нескольких директорских должностей	3	3	6	50
Состав Совета директоров	7	7	14	50
Корпоративная культура	4	2	6	67
Структура собственности: семейные компании	4	1	5	80
Участие менеджмента в акционерном капитале	3	1	4	75
Наличие институциональных инвесторов и активность акционеров	6	9	15	40
Культурная удаленность стран	7	11	18	39
Географическая удаленность	4	1	5	80
Корпоративное управление и защита инвесторов	7	4	11	64
Политические факторы	7	13	20	35
Взаимосвязь между отраслями и товарными рынками	4	6	10	40
Покупка проблемных компаний	5	6	11	45
Реструктуризация и продажа активов после слияния	4	1	5	80
Оплата сделки акциями и их переоценка	3	5	8	38
Альтернативные объяснения	2	4	6	33
Источник финансирования	8	2	10	80
Коэффициент Q-Тобина и волны слияний	3	6	9	33
Перекрестные владения	2	2	4	50
Антимонопольные ограничения	4	2	6	67
Двухэтапные сделки (сначала покупка миноритарного пакета акций)	4	2	6	67
Подготовка к сделке и ее прогнозирование	2	0	2	100
Охват исследованиями аналитиков		2	2	0
Сделки после IPO		1	1	0
Тип участника торгов, инициирование сделки и метод продажи	4	2	6	67
Итого количество используемых методов	131	123	254	
Процентное соотношение используемых методов	52	48	100	

Источник: составлено авторами с использованием [2]

Source: compiled by the authors using [2]

Таблица 2 / Table 2

Основные мотивы слияний и поглощений с точки зрения менеджмента

The main motives for mergers and acquisitions from a management point of view

Мотивы	Процент от общей совокупности ответов	Наличие ожиданий долгосрочного эффекта от сделки*
Получение синергетического эффекта	37,3	Да
Диверсификация,	29,3	
В том числе:	14,7	Да
– минимизация негативных эффектов в периоды спада рынка	4,1	Да
– сглаживание сезонных эффектов	3,7	Да
– повышение эффекта внутреннего распределения капитала	6,9	Да
– другое (например, расширение клиентской базы, повышение опыта слияний и т.п.)	10,7	Нет
Реорганизация и реструктуризация бизнеса	8	Нет
Покупка компании дешевле замещающей стоимости	5,3	Нет
Использование избытка денежных средств	2,7	Нет
Снижение налогов за счет убытка приобретаемой компании	6,7	
Прочие	100	
Итого		

* Исходя из предпосылки, что данные эффекты не могут быть получены в краткосрочной перспективе и имеют продолжительный характер.

Источник: разработано авторами с использованием [15]

Source: compiled by the authors using [15]

Анализ данных, приведенных в табл. 2, позволяет сделать вывод о том, что порядка 2/3 менеджеров при принятии решений о слияниях и поглощениях ориентируются на получение результатов в средне- и долгосрочной перспективе. При этом в исследовании Мукерджи и др. установлено, что еще больше – почти 83% – фирм-приобретателей применяют модели дисконтированного денежного потока для определения стоимости приобретаемых компаний [15]. Получение заложенного в данные модели экономического эффекта зависит от множества факторов, которые трудно с высокой степенью достоверности спрогнозировать в момент объявления о слиянии: рыночных цен, конкурентной среды, изменений процентных ставок и стоимости кредита, курсов валют и т.п. Другим немаловажным фактором является достижение запланированных синергетических эффектов. Согласно Т. Мукерджи и др., на данный эффект в различных сделках рассчитывали 92% всех респондентов, а не только 37,3%, прямо указавших на синергию как основной мотив для сделки [15]. При этом около 90% из них заявили в качестве основного источника синергии улучшение операцион-

ных показателей (рост производительности или снижение издержек). Их достижение зависит от успеха интеграции приобретенной компании, которая часто является трудоемким и требующим значительного времени процессом.

Таким образом, с точки зрения менеджмента, успех слияний зависит от долгосрочных факторов, слабо предсказуемых в момент объявления о сделке.

Ограничения метода накопленной избыточной доходности. В исследованиях событий обычно делаются предположения об эффективности рынка, в частности о том, что реакция рынка на объявления о сделках слияния и поглощения беспристрастно отражает рыночную оценку стоимости, созданной сделкой [15]. Из этого предположения делается вывод, что на основе данной реакции можно оценить, создала или разрушила сделка стоимость для акционеров.

Рассмотрим проблемы методологических и концептуальных ограничений данного метода:

- 1) определение даты события;
- 2) определение «окна» событий;
- 3) противоречивость результатов исследований;

4) отток денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений;

5) ожидание сделок слияний и поглощений рынком и наличие этих ожиданий в цене акций;

6) арбитражные торговые стратегии;

7) отсутствие долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности;

8) гипотеза эффективного рынка;

9) завышение цены акций компании-покупателя

Изучим каждую из проблем детально.

1. *Проблема определения даты события*, т.е. информации о будущей сделке слияния или поглощения, заключается в том, что если информация о сделке стала каким-либо образом известной рынку до официального объявления, то в момент этого объявления она уже учтена в ценах. В этом случае фиксируемые методом событийного анализа отклонения цены будут измерять отношение инвесторов к объявленной новости с ошибкой. В связи с этим, например, Т. Дусо и др. используют дату появления в прессе слухов о сделке [14].

В научной литературе (например, Д. Фисч и др.) также упоминается проблема одновременной публикации информации, влияющей на курс отслеживаемых акций, но не относящейся к исследуемой сделке слияний и поглощений [10]. Экономист Д. Фисч и др. приводят несколько примеров, в которых одновременное объявление крупного клиента об отказе от контракта со стороны планирующейся сделки, или появление судебного иска либо другие события влияют на реакцию рынка и размер измеряемой аномальной доходности. Можно также предположить, что часть таких «конкурирующих» с объявлением о сделке событий может не касаться отслеживаемых акций напрямую и публиковаться в источниках, не анализируемых авторами исследований слияний и поглощений. Например, это могут быть объявления конкурентов или регулирующих органов, влияющие на рынок в целом и на прогноз перспектив компании-покупателя и компании-цели. Авторы предлагают способы исключения данного влияния, например, отслеживание внутридневных колебаний рынка. Такие способы, возможно, подходят для исследуемых ими судебных разбирательств по поводу манипулирования рынком, когда все внимание может быть сконцентрировано на одном эмитенте. Однако сложно предположить, что при исследовании сотен и тысяч сделок можно, во-первых, исключить риск попадания в выборку эмитентов,

испытывающих одновременное влияние «конкурирующих» событий, и во-вторых, элиминировать это влияние путем более сложных и трудоемких расчетов.

Все это говорит о том, что в случае анализа слияний и поглощений даты, вокруг которых происходит отклонение цен акций от «нормы», должны подлежать особо тщательному отбору. В противном случае расчеты не будут учитывать реакцию на объявленную сделку, расчет избыточной доходности будет неверным, а выводы – не точными.

2. *Проблема определения «окна» событий*. Результат событийного анализа зависит не только от правильного определения даты события, но и от размера «окна» событий, т.е. периодов «до» и «после» события, в течение которых вычисляются аномальные отклонения цен акций. В частности, Т. Дусо и др. в своей работе отдельно указывают на отличия накопленной избыточной доходности, рассчитанной на длинных периодах («окнах») событий, от результатов, основанных на коротких периодах («окнах») [14]. В некоторых случаях эти результаты имеют даже разные знаки, что при их использовании дает противоположные результаты для одних и тех же эмитентов и одних и тех же событий.

В работе А. Титан [16] на основе широкого обзора литературы фиксируется результат множества исследований, численно отражающих слабую первоначальную реакцию рынка на появление новой значимой информации. Данную неэффективность рынка относят к невнимательности инвесторов: трудно представить, что все инвесторы одновременно смогут отслеживать новости, касающиеся сотен эмитентов. В связи с этим для адаптации цен акций к появившейся новой информации часто требуется длительный период, в течение которого цены приспособляются к своему новому равновесному значению. Величина данного периода для разных эмитентов будет различной и трудно унифицируемой. При этом чем длиннее данный период, тем большее влияние на цену акций будут оказывать события, никак не относящиеся к исследуемой сделке слияния и поглощения.

Данная неопределенность размера достоверного «окна» событий, очевидно, может привести к погрешности результатов.

3. *Проблема противоречивости результатов исследований*. В статье И. Скворцовой и др. по результатам анализа исследований, в которых эффективность сделок слияний и поглощений оценивается с помощью метода событий, авторы пришли к следующему выводу: «Отсутствует

однозначный ответ на вопрос, создают ли сделки слияний и поглощений стоимость для акционеров компаний: результаты, полученные исследователями, различны не только для развитых и развивающихся рынков капитала, но также и для различных временных периодов» [17].

В рамках фундаментального исследования Л. Реннебург и К. Ванстинкесте, показано что использование метода накопленной избыточной доходности для проверки одних и тех же гипотез в большинстве случаев приводит к разным выводам [2] (табл. 3).

Таблица 3 / Table 3

Анализ противоречивости исследований факторов влияния на эффективность сделок слияния и поглощения

Analysis of the inconsistency of studies of factors influencing the effectiveness of mergers and acquisitions

Фактор, влияющий на эффективность сделок	Накопленная избыточная доходность в разных исследованиях, количество исследований, шт.		
	Отрицательная	Положительная	Незначительная
Высокомерие и самонадеянность – со стороны последовательных покупателей	9		
Обучение руководителей и организационный опыт – со стороны последовательных покупателей	4	1	3
Покупка компаний – бывших покупателей	2		
Стимулы и вознаграждение генерального директора	3	3	
Профессиональные и социальные связи	5	3	1
Занятость Совета директоров и совмещение нескольких директорских должностей	1	2	
Состав Совета директоров	2	4	1
Корпоративная культура	0	4	0
Структура собственности: семейные компании	1	2	1
Участие менеджмента в акционерном капитале	1		2
Наличие институциональных инвесторов и активность акционеров	3	2	1
Культурная удаленность стран	5	1	1
Географическая удаленность	3	1	
Корпоративное управление и защита инвесторов	2	5	
Политические факторы	3	2	2
Взаимосвязь между отраслями и товарными рынками		4	
Покупка проблемных компаний	1	4	
Реструктуризация и продажа активов после слияния	1	3	
Оплата сделки акциями и их переоценка	3		
Альтернативные объяснения	1	1	
Коэффициент Q-Тобина и волны слияний		2	1
Перекрестные владения	1	1	
Антимонопольные ограничения	4		
Двухэтапные сделки (сначала покупка миноритарного пакета акций)	3		1
Подготовка к сделке и ее прогнозирование		2	
Тип участника торгов, инициирование сделки и метод продажи	1	2	1

Источник: разработано авторами с использованием [2]

Source: compiled by the authors using [2]

4. *Проблема оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений.* Как указывалось выше, событийные исследования реакции рынков капитала на объявления о сделке слияния или поглощения часто показывают снижение цены акций компании-покупателя. Из этого делается вывод о том, что данная «отрицательная аномальная доходность» свидетельствует о негативной оценке сделки инвесторами. Возможны и другие интерпретации данной реакции рынка. В частности, А. Кардаш объясняет данный эффект тем, что «инвесторы в краткосрочной перспективе прогнозируют отток денежных средств у покупателя на покупку компании, что неотвратимо приводит к снижению внутренней стоимости акции» [18]. Данное снижение может говорить, например, о предшествовавшем ожидании акционерами распределения прибыли в форме дивидендов – в этом случае логичной реакцией спекулянтов будет являться продажа акций эмитента, не оправдавшего их ожидания краткосрочной прибыли. В случае успешной сделки данный негативный эффект, очевидно, будет нивелирован притоком более долгосрочных и более информированных инвесторов, но на это потребуется время. Однако краткосрочный событийный анализ в рамках «узкого окна» событий данный приток заметить уже не может.

5. *Проблема ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций.* Отрицательная доходность акций части компаний-покупателей может объясняться также тем, что рынок ожидает новых слияний и поглощений, например, в отраслях, где эти сделки уже начали происходить. В этом случае данные ожидания уже заложены в цены и, согласно общеизвестной среди инвесторов стратегии «покупай на слухах, продавай на фактах», краткосрочная отрицательная доходность вызвана обычной фиксацией прибыли со стороны рыночных спекулянтов.

Похожая гипотеза рассматривается в работе А. Туни, где автор высказывает мнение, что «цены акций уже отражают вероятность компаний стать кандидатами на слияния и поглощения, так что любое изменение цены после объявления о сделке (т.е. эффект от объявления) является не столько реакцией рынка на сделку, сколько пересмотром предыдущих вероятностей. Таким образом, в случае ожидаемых сделок реакция рынка во время краткосрочных окон событий, возможно, плохо отражает представление рынка о выгодном эффекте сделки. Действительно, если цены уже отражают вероятность приобретения,

использование методов краткосрочного исследования событий для оценки влияния слияний и поглощений на благосостояние приведет к систематическому смещению результатов в сторону уменьшения» [16].

Подтверждение того, что рынок может ожидать новых поглощений в рамках отдельной отрасли, и, соответственно, заранее переоценивать акции предприятий этой отрасли, можно найти в статье Г. Андраде и др., предоставивших дополнительные эмпирические свидетельства группировки сделок внутри индустрий, реагирующих таким образом на неожиданные изменения в структуре отрасли. Авторы отмечают, что «данное наблюдение соответствует интуиции практиков и аналитиков о том, что отрасли имеют тенденцию к реструктуризации и консолидации в концентрированные периоды времени» [19].

Таким образом, событийный анализ может давать систематические ложные отрицательные результаты в случаях, когда вероятность неожиданного объявления о сделках слияний и поглощений, благодаря их концентрации в определенной отрасли, уже заложены в цены акций потенциальных участников.

6. *Проблема арбитражных торговых стратегий.* Марк Митчелл и др. приходят к выводу, что «примерно половина негативной реакции котировок акций в период объявления о слияниях, финансируемых акциями, происходит из-за понижающего ценового давления, вызванного короткой продажей акций приобретателей в результате арбитража по слияниям» [20]. Авторы подробно описывают распространенные на фондовом рынке США стратегии, когда после объявления о сделке, оплачиваемой акциями компании-покупателя, профессиональные игроки производят короткую продажу акций приобретателя и на вырученные средства покупают акции компании-цели. Данные транзакции позволяют им после закрытия сделки слияния получить акции компании-приобретателя в обмен на акции компании-цели в большем объеме, чем было продано в ходе короткой продажи, и таким образом зафиксировать прибыль. Авторы отдельно подчеркивают, что «влияние на благосостояние акционеров, оцененное на основе событийного анализа, занижено для определенных типов слияний» в связи с недооценкой действий профессиональных участников рынка и создаваемого ими и их торговыми стратегиями ценового давления.

7. *Проблема отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности.* Группа авторов из консалтинговой компании МакКинзи утверждает, что

«несмотря на критику краткосрочных исследований реакции рынка на объявления о сделках, дополнительные исследования подтверждают, что первоначальные реакции оказываются устойчивыми и указывают на будущее поведение акций очень точно (как минимум в течение первого года)» [3]. Утверждение о том, что компании, «разрушившие стоимость, в последующем редко ее восстанавливают, и такие сделки могут трактоваться как неудачные», ссылаясь на имеющийся опыт, приводится в исследовании консалтинговой компании KPMG [21]. Исследование М. Сировера и С. Сахни, сравнивая реакцию на сделки слияний и поглощений в рамках 10-дневного «окна» событий с динамикой акций по истечении года, утверждает, что «реакция инвесторов – это убедительные прогнозы будущего, основанные на предыдущих ожиданиях и новой информации, предоставленной компанией об экономической целесообразности сделки» [22].

Противоположные результаты о прогностической ценности метода накопленной избыточной доходности были получены Дж. Квока и К. Гу при исследовании 41 сделки слияний и поглощений, для которых в последующем была достоверно установлена их антиконкурентность. Данное исследование показало, что в результате прогнозирования эффекта сделок с помощью метода накопленной избыточной доходности «правильные выводы в отношении антиконкурентных сделок были сделаны только по 25 % слияний» [23].

Действительно, трудно предположить, что данные долгосрочные факторы могут быть предсказаны с помощью реакции инвесторов на объявление о сделке. Если же принять, что реакция инвесторов – это результат полученных ими рекомендаций аналитиков фондового рынка (и собственных расчетов, которые имеют аналогичную или более низкую прогностическую ценность), то можно оценить долю правильных выводов инвесторов, основываясь на точности прогнозов финансовых аналитиков. Данную возможность предоставляет работа А. Броневица и др., в которой авторы исследовали качество рекомендаций инвестиционных банков. Согласно исследованию, средняя за три года (с 2012 по 2014 г.) доля верных рекомендаций типа «Покупать», «Продать», «Держать» по 21 инвестиционному банку на российском рынке составила порядка 53 % [24]. Сложно предположить, что реакция инвесторов на объявления о сделках, являющаяся производной от рекомендаций аналитиков (как внешних, так и внутренних – если говорить о профессиональных участниках рынка), будет способна лучше предсказать долгосрочный эффект слияний

и поглощений. Исходя из этого расчет накопленной избыточной доходности, имея точность не более 53 % (по аналогии с рекомендациями инвестиционных банков), или даже 25 % (согласно исследованию Дж. Квока и К. Гу [23]), не может являться единственным и окончательным указателем на эффективность сделок.

8. Проблема гипотезы эффективного рынка. Широкое использование метода краткосрочного событийного анализа в исследованиях результатов сделок слияний и поглощений основано на одной из интерпретаций гипотезы эффективности рынка, «согласно которой рынки капитала являются эффективными и поэтому котировки биржевых акций всегда являются справедливыми» [25], а «аномальные отклонения отражают не заложенные ранее в цены будущие доходы или расходы, вытекающие из сделки» [19]. Данная гипотеза трактует колебания рынка в свете получения свежей информации, такой, как установление нового справедливого уровня цен, отражающего все имеющиеся на рынке знания об эмитенте и его перспективах. Соответственно, если после объявления о сделке справедливая цена эмитента выше, чем была раньше, значит сделка успешная, если же ниже – то она «разрушила стоимость».

Отметим, что данная гипотеза не считается очевидной и подвергается активной критике со стороны как сторонников теории поведенческих финансов, так и инвесторов-практиков. Исследователями (например, Н. Ворониной и др.), в том числе подвергается сомнению эффективность рынка как таковая: «Инвесторы и финансисты сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными транзакционными и информационными издержками и искажениями, с прочими «несовершенствами» финансовых рынков» [26]. Авторами таких работ ставится под сомнение фундамент, на котором основана интерпретация методов краткосрочного событийного анализа – справедливость цен.

9. Проблема завышения цены акций компании-покупателя. Рынок ценных бумаг подвержен возникновению так называемых пузырей, когда в цены акций закладываются завышенные и нереалистичные ожидания. В такой ситуации сделка по приобретению другой компании, даже основанная на реалистичном подходе менеджмента и потенциально вполне успешная с точки зрения фундаментальных целей, может вызвать переоценку акций самой компании-покупателя. В качестве примера можно привести реакцию рынка на сделки с оплатой акциями.

По свидетельству Л. Реннебуг и К. Ванстинкесте, данные сделки дают существенно более низкую накопленную избыточную доходность по сравнению со сделками с оплатой денежными средствами [2]. Авторы ссылаются на то, что такие сделки проводятся, когда цена акций компании-покупателя, по оценке менеджмента, завышена [2] и в этом случае ими выгодно заплатить за приобретение. Сделка служит индикатором рыночного «пузыря», что вызывает соответствующую реакцию инвесторов, часть из которых предпочитает зафиксировать накопленную прибыль. Все это может привести к негативному движению акций, никак не прогнозирующему результат сделки, так как в его основе лежит другой фактор – переоценка инвесторами цены акций компании-покупателя.

Заключение

Одной из причин распространенности метода краткосрочного событийного анализа является его глубокая статистико-математическая проработанность.

В части исследования слияний и поглощений данная методика привлекает также широкой доступностью набора данных (биржевых цен), информации об объявлениях о слияниях и подборках материалов СМИ об эмитентах. Этим данный метод выгодно отличается от остальных, требующих либо погружения в бухгалтерскую отчетность, либо проведения опросов менеджмента, либо глубокого изучения частных случаев отдельных сделок и их последствий – что практически невозможно сделать на выборках из тысяч акций, чтобы представить научному и инвестиционному сообществам статистически достоверные результаты. К тому же данные методы имеют свои дефекты и отклонения. Казалось бы, логичным выглядит использовать долгосрочный событийный анализ с окном событий, соответствующим выявлению фактических результатов слияний и поглощений, но результаты такого анализа будут сильно подвержены влиянию большого объема новой информации, появившейся после сдел-

ки, не имеющей к ней никакого отношения. Все эти факторы приведут к тому, что метод краткосрочного событийного анализа, несмотря на имеющиеся существенные недостатки, будет превалировать в исследованиях результатов слияний и поглощений. При этом надо отметить, что исследования в данной области могут дать хороший ориентир менеджменту публичных компаний в части возможной быстрой реакции рынка на планирующиеся им сделки.

Однако использование данного метода для оценки долгосрочной эффективности сделок M&A может привести, как минимум, к неточным результатам. Авторы исследовали ряд концептуальных ограничений и методологических проблем, в частности проблемы: определения даты события; определения окна событий; противоречивости результатов исследований; оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений; ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций; арбитражных торговых стратегий; отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности; гипотезы эффективного рынка; завышения цены акций компании-покупателя.

Тонкости выбора даты события, параметров расчета, влияние на результаты рыночных ожиданий и стратегий инвесторов, спорная прогнозная ценность с точки зрения достижения долгосрочных целей сделок – все это приводит к выводу о том, что относиться к краткосрочному анализу событий в случае исследований слияний и поглощений нужно с осторожностью, не принимая их на веру и при возможности перепроверяя с учетом имеющейся критики. В идеале, обсуждение недостатков и ограничений метода и продолжение исследований в данном направлении должны стимулировать сторонников к его защите и улучшению, а противников или скептиков – к выработке других, лишенных указанных выше недостатков и ограничений, способов оценки результатов сделок слияний и поглощений.

Список литературы / References

1. Hevink S. *Market efficiency and cumulative abnormal returns in M&A*. Radboud Universiteit. 19.08.2021. Available at: <https://theses.uibn.ru.nl/items/dc944d9b-891c-44f3-9cfd-349f817ece8c>
2. Renneboog L., Vansteenkiste C. Failure and success in mergers and acquisitions. *CentER Discussion Paper Series*. № 2019-026. August, 2018. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3434256>
3. Koller T., Goedhart M., Wessels D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc.; 2010. 811 p.
4. Klein T. *Event studies in merger analysis: Review and an application Using U.S. TNIC Data*. Tinbergen Institute Discussion Paper. TI 2020-005/VII. Amsterdam and Rotterdam: Tinbergen Institute; March 2020. 31 p. Available at: <https://papers.tinbergen.nl/20005.pdf>

5. Dhillon U.S., Raman, K., Ramirez G.G. Analysts' Dividend forecasts and dividend signaling. *SSRN Electronic Journal*. June 2003:34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.420782>
6. Погожева А.А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам. *Корпоративные финансы*. 2013;7(2(26)):35–49. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.2.2013.35-49>
Pogozheva A. Event study analysis application for testing of the information value of analyst recommendations on Russian public companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 2013;7(2(26)):35–49. (In Russ.). <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.2.2013.35-49>
7. Ball R., Brown P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*. 1968;6(2):159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
8. Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R.W. The adjustment of stock prices to new information. *SSRN Electronic Journal*. 2003:28. <https://doi.org/10.2139/ssrn.321524>
9. Kothari S.P., Warner J.B. The econometrics of event studies. *SSRN Electronic Journal*. 2004:51. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.608601>
10. Fisch J.E., Gelbach J.B., Klick J. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation. *Texas Law Review*. 2018;96:553–621.
11. Stillman R. Examining antitrust policy towards horizontal mergers. *Journal of Financial Economics*. 1983;11(1-4):225–240. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(83\)90012-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(83)90012-0)
12. Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала. *Корпоративные финансы*. 2013;7(4(28)):53–71. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.53-71>
Grigor'eva S.A., Grinchenko A.Yu. Impact of mergers and acquisitions in financial sector on bidder's returns in emerging capital markets. *Journal of Corporate Finance Research*. 2013;7(4(28)):53–71. (In Russ.). <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.53-71>
13. Duso T., Gugler K., Yurtoglu B.B. Is the event study methodology useful for merger analysis: A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics*. 2010;30(2):186–192. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2010.02.001>
14. Mukherjee T.K., Kiymaz H., Baker H.K. Merger motives and target valuation: A survey of evidence from Cfos. *Journal of Applied Finance*. Winter 2004:7–24. Available at: <https://ssrn.com/abstract=670383>
15. Tunyi A.A. Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals. *Journal of Corporate Finance*. 2020;66(1):101789. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>
16. Țițan A.G. The efficient market hypothesis: Review of specialized literature and empirical research. *Procedia Economics and Finance*. 2015;32:442–449. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1)
17. Скворцова И., Игнатьев Е., Стельмахова Е., Проскурин С., Крыхтин В. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала. *Корпоративные финансы*. 2014;7(4):111–125. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.111-125>
Skvortsova I., Ignatiev E., Stelmakhova E., Proskurin S., Kryhtin V. Event study methodology in M&A research: evidence from developed and emerging capital markets. *Journal of Corporate Finance Research*. 2014;7(4):111–125. (In Russ.). <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.111-125>
18. Кардаш А. Создание стоимости в сделках слияний и поглощений. *Вестник Воронежского государственного университета*. Серия: Экономика и управление. 2013;(2):142–144.
Kardash A.P. Creating value in mergers and acquisitions. *Vestnik VGU. Seriya: Ekonomika i upravlenie = Proceedings of Voronezh State University Series: Economics and Management*. 2013;(2):142–144. (In Russ.)
19. Andrade G.M.-M., Mitchell M.L., Stafford E. New evidence and perspectives on mergers. *Harvard Business School Working Paper No. 01-070*. May 2001; 32 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269313>
20. Mitchell M., Pulvino T., Stafford E. Price pressure around mergers. *The Journal of Finance*. 2004;59(1):31–63. <https://doi.org/10.2139/ssrn.318539>
21. KPMG. Unlocking shareholder value: The keys to success, mergers and acquisitions. Mergers & Acquisitions. Global research report 1999. 22 p. Available at: https://imaa-institute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking-Shareholder-Value-The-Keys-to-Success.pdf
22. Sirower M., Sahni S. Avoiding the “Synergy trap”: practical guidance on M&A decisions for CEOs and boards. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2006;18(3):83–95. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00101.x>
23. Kwoka J., Gu C. Predicting merger outcomes: The accuracy of stock market event studies, market structure characteristics, and agency decisions. *The Journal of Law and Economics*. 2015;58(3):519–543. <https://doi.org/10.1086/684225>
24. Броневич А.Г., Косюк Е.Д., Лепский А.Е., Пенिकास Г.И. Исследование конфликтности и детерминант точности прогнозов в рекомендациях российских финансовых аналитиков. Препринт WP7/2015/10. Серия WP7. М.: Изд. дом. Высшей школы экономики; 2015. 32 с.

25. Абдуллин А.Р., Фаррахетдинова А.Р. Гипотеза эффективности рынка в свете теории финансов. *Управление экономическими системами*. 2015;(4(76)):1–23.

Abdullin A.R., Farrakhetdinova A.R. The market efficiency hypothesis in the light of finance theory. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami*. 2015;(4(76)):1–23. (In Russ.)

26. Воронина Н.В., Бабанин В.А., Веселова А.В. Теоретические аспекты слияний и поглощений в современных условиях. *Дайджест-финансы*. 2006;(5(137)):13–21.

Voronina N.V., Babanin V.A., Veselova A.V. Theoretical aspects of mergers and acquisitions in modern conditions. *Daidzhest-finansy = Digest Finance*. 2006;(5(137)):13–21. (In Russ.)

Информация об авторах

Алексей Владимирович Митенков – канд. филос. наук, директор Института экономики и управления промышленными предприятиями, доцент кафедры экономики, Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС», 119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация; e-mail: amit-77@mail.ru

Вадим Феликсович Клеванский – аспирант кафедры экономики Института экономики и управления промышленными предприятиями, Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС», 119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация; e-mail: m2315558@edu.misis.ru

Information about the authors

Alexey V. Mitenkov – PhD (Philosoph.), Director of the Institute of Industrial Economics, National University of Science and Technology “MISIS”, 4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation; e-mail: amit-77@mail.ru

Vadim F. Klevanskiy – Postgraduate Student of the Department of Economics, National University of Science and Technology “MISIS”, 4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation; e-mail: m2315558@edu.misis.ru

Вклад авторов

Митенков А.В. – научное руководство; концепция исследования; развитие методологии; написание исходного текста; итоговые выводы

Клеванский В.Ф. – написание исходного текста; сбор и анализ материала, подготовка, анализ и разработка таблиц и сводов исследования, доработка текста; итоговые выводы

Authors' contributions

Mitenkov A.V. – scientific leadership; research concept; development of methodology; writing the source text; final conclusions

Klevansky V.F. – writing the source text; collection and analysis of material, preparation, analysis and development of tables and research codes, revision of the text; final conclusions

Поступила в редакцию 17.04.2024; поступила после доработки 03.05.2024; принята к публикации 06.05.2024
Received 17.04.2024; Revised 03.05.2024; Accepted 06.05.2024