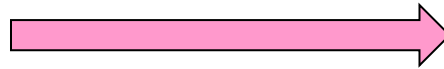


Эффективность стратегии диверсификации на российском рынке (эмпирическое исследование)

Шамраева Светлана Александровна
Преподаватель кафедры
Экономики и финансов фирмы ГУ-ВШЭ

Диверсификация компании и ее стоимость

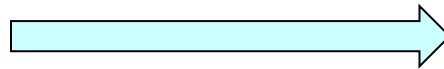
Развитые рынки



**Дисконт за
диверсификацию
(13-15%)**

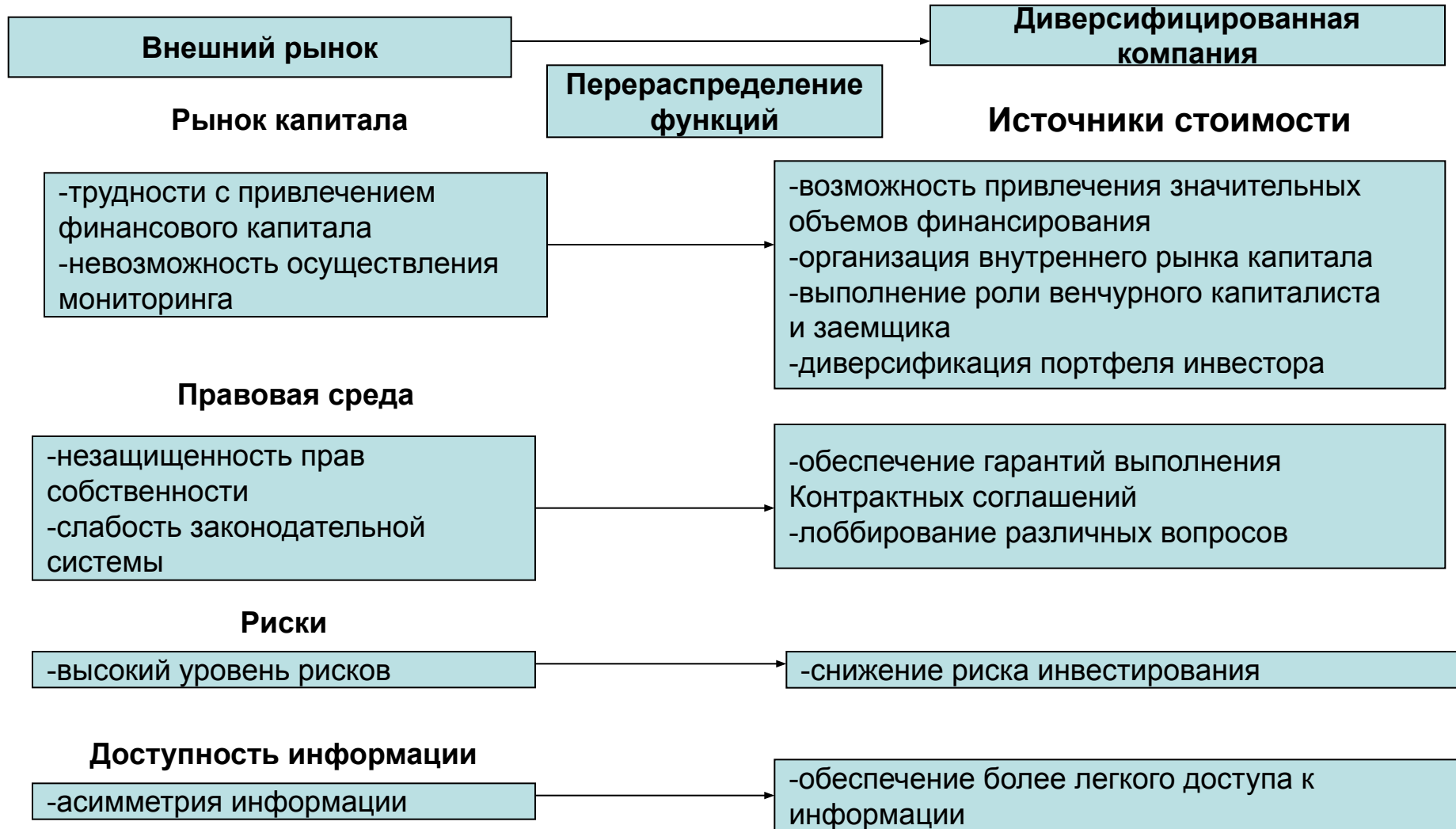
исследования

Растущие рынки

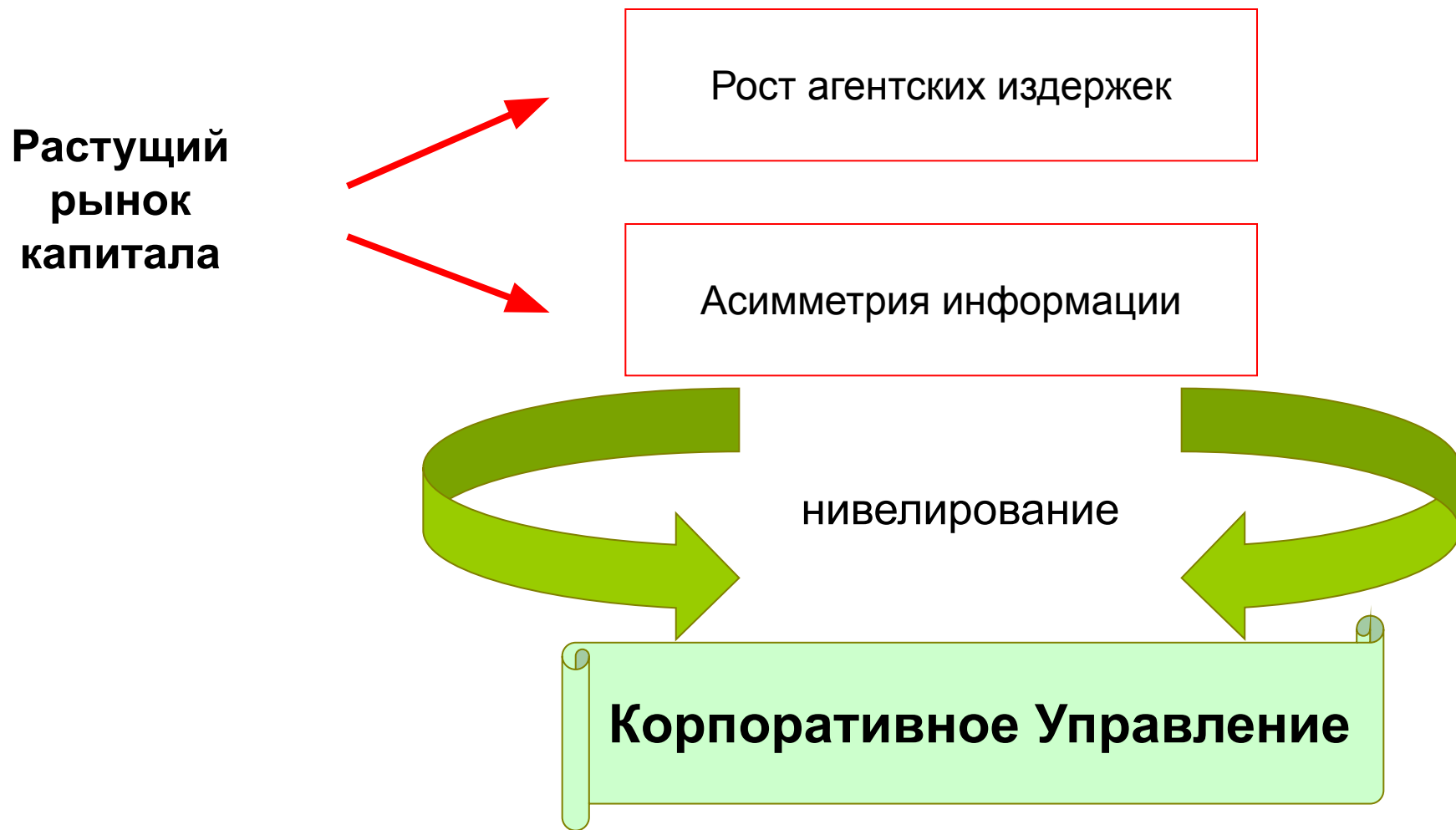


**Дополнительные
источники
создания стоимости,
обусловленные природой
развивающихся рынков**

Создание стоимости в диверсифицированных компаниях на растущих рынках капитала



Разрушение стоимости в диверсифицированных компаниях



Гипотеза: стратегия диверсификации является более эффективной на растущих рынках капитала, чем на развитых рынках.

Методология накопленной избыточной доходности

I шаг. Расчет избыточной доходности

$$r_{jt} = R_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

r_{jt} - избыточная доходность;
 R_{jt} - реальная доходность
 \hat{R}_{jt} - нормальная (ожидаемая) доходность акций.

Суть:
изучение эффекта
от события

II шаг. Расчет среднего по выборке значения избыточной доходности

$$AR_t = \frac{\sum_j r_{jt}}{N}$$

N - количество компаний в выборке

III шаг. Расчет накопленной избыточной доходности

$$CAR = \sum_{t=-m}^m AR_t$$

CAR – накопленная избыточная доходность

m – количество дней до и после события

Формирование выборки российских сделок слияния и поглощения

Необходимая информация



1. Данные об участниках сделки;
2. Данные о дате объявления о сделке;
3. Данные об объеме сделки;
4. Данные о статусе сделки;
5. Данные об отраслевой принадлежности компании-покупателя и компании-цели;
6. Данные о бирже, на которых котируются компании-участники сделки.

Базы данных



Zephyr
Bloomberg
Ruslana



2500
сделок

Критерии формирования выборки

Критерий

1. Статус сделки
2. Размер приобретаемого пакета
3. Объем сделки
4. Характеристики компании-покупателя
5. Характер котировок
6. Характеристика данных оценочного периода

Значение критерия

- Только завершённые сделки
- Не менее 50%
- Не менее 10% рыночной стоимости компании
- Публичная компания, акции котируются на бирже
Доступность цен закрытия или цены спроса и предложения
- Отсутствие значимых корпоративных событий

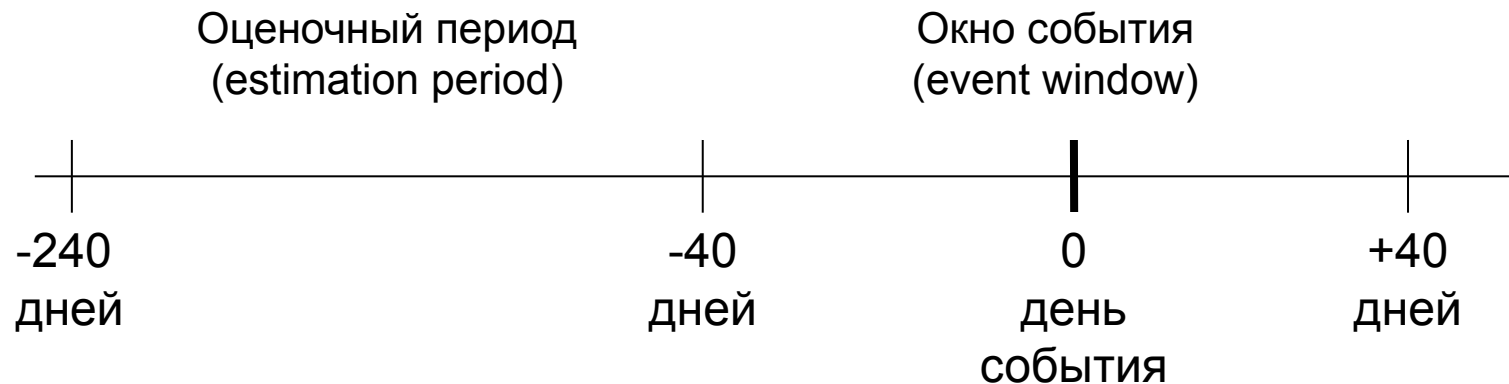
11 сделок

Российские сделки слияния и поглощения

№	Дата объявления	Компания-покупатель	Компания-цель	Объем сделки (%)
1	29.10.04	ОАО Авиакомпания «Ютэйр»	ОАО «Коминтеравиа»	26,65%
2	21.06.06	ОАО «Бурятзолото»	ООО «Газтек Индустрия»	20,81%
3	28.12.04	ОАО «Челябинский трубопрокатный завод» (ЧТПЗ)	ОАО «Первоуральский новотрубный завод»	123,18%
4	07.12.06	ОАО «Дальсвязь»	ОАО «Сахателеком»	25,27%
5	28.09.06	ОАО Стальная группа «Мечел»	ОАО «Москокс»	10,42%
6	02.04.03	ОАО «Мобильные телесистемы»	ОАО «Таиф-телеком»	54,96%
7	17.07.06	ОАО «Мобильные телесистемы»	ООО «Дагтелеком»	11,42%
8	03.11.06	ОАО «Северо-западный телеком»	ОАО «Петербург Транзит телеком»	9,78%
9	27.04.04	ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»	Skoda Kovarny Plzen sro Skoda JS as Skoda Hute	13,14%
10	24.10.03	ОАО «Северсталь»	Rouge Industries Inc's assets Rouge Steel Company	10,12%
11	30.08.03	ОАО «Сибнефть»	ОАО «Славнефть»	9,48%

Применение методологии накопленной избыточной доходности на российском рынке

Выбор длины окна вокруг события (event window) и оценочного периода (estimation period)



Расчет нормальной доходности акций компаний выборки

Модель средней скорректированной доходности

$$\hat{R}_{jt} = \bar{R}_j = \frac{\sum R_{jt}}{n}$$

n – количество дней оценочного периода (estimation window)

Рыночная модель

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

R_{mt} – доходность рыночного портфеля в оценочный период

β_j – измеряет чувствительность акций компании j к доходности рыночного портфеля

α_j – измеряет доходность за период, необъясненную рынком

ε_{jt} – статистическая ошибка

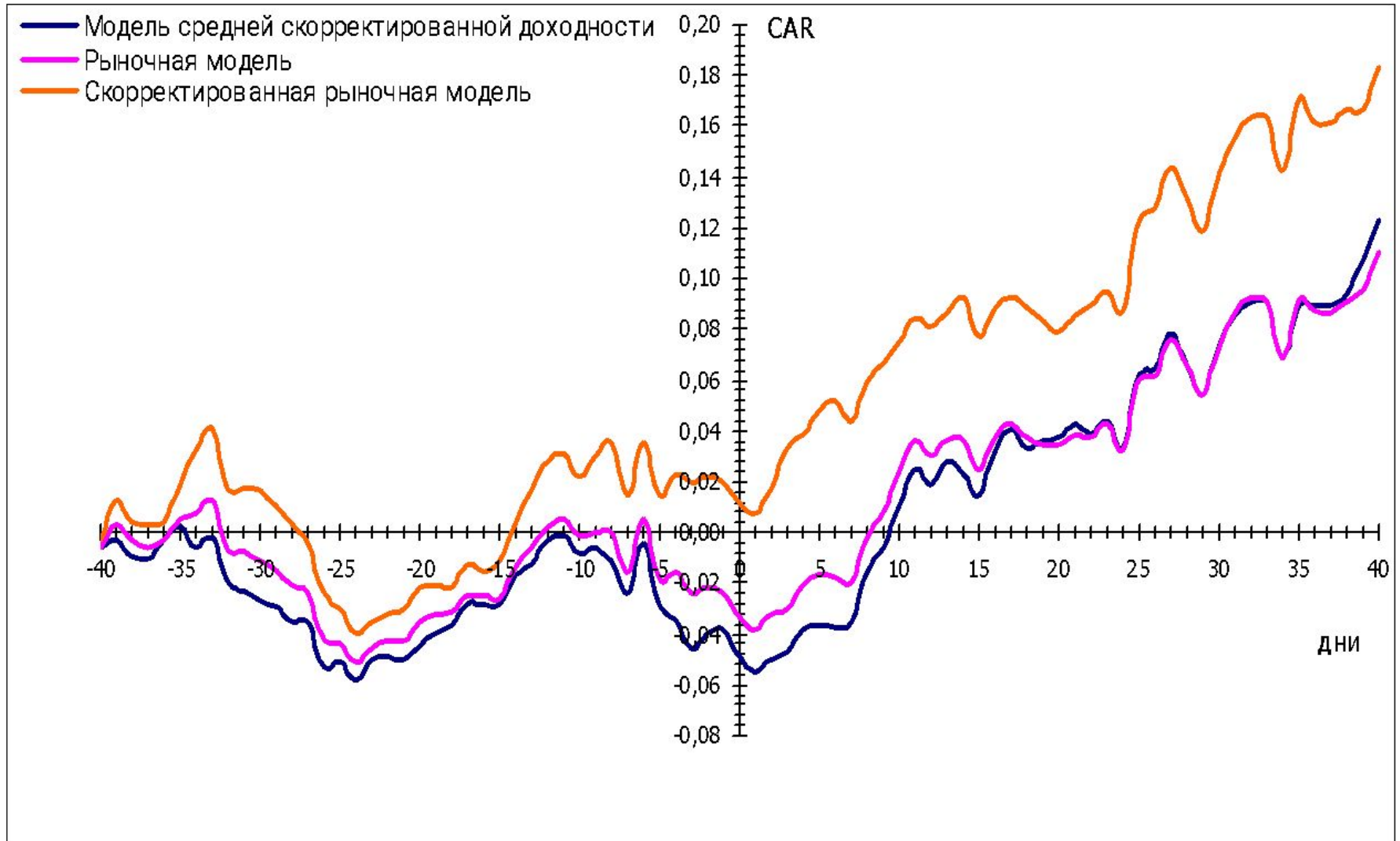
Скорректированная рыночная модель

$$\hat{R}_{jt} = R_{mt}$$

Модификация

$$R_{jt} = \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Значения накопленной избыточной доходности для полной выборки сделок



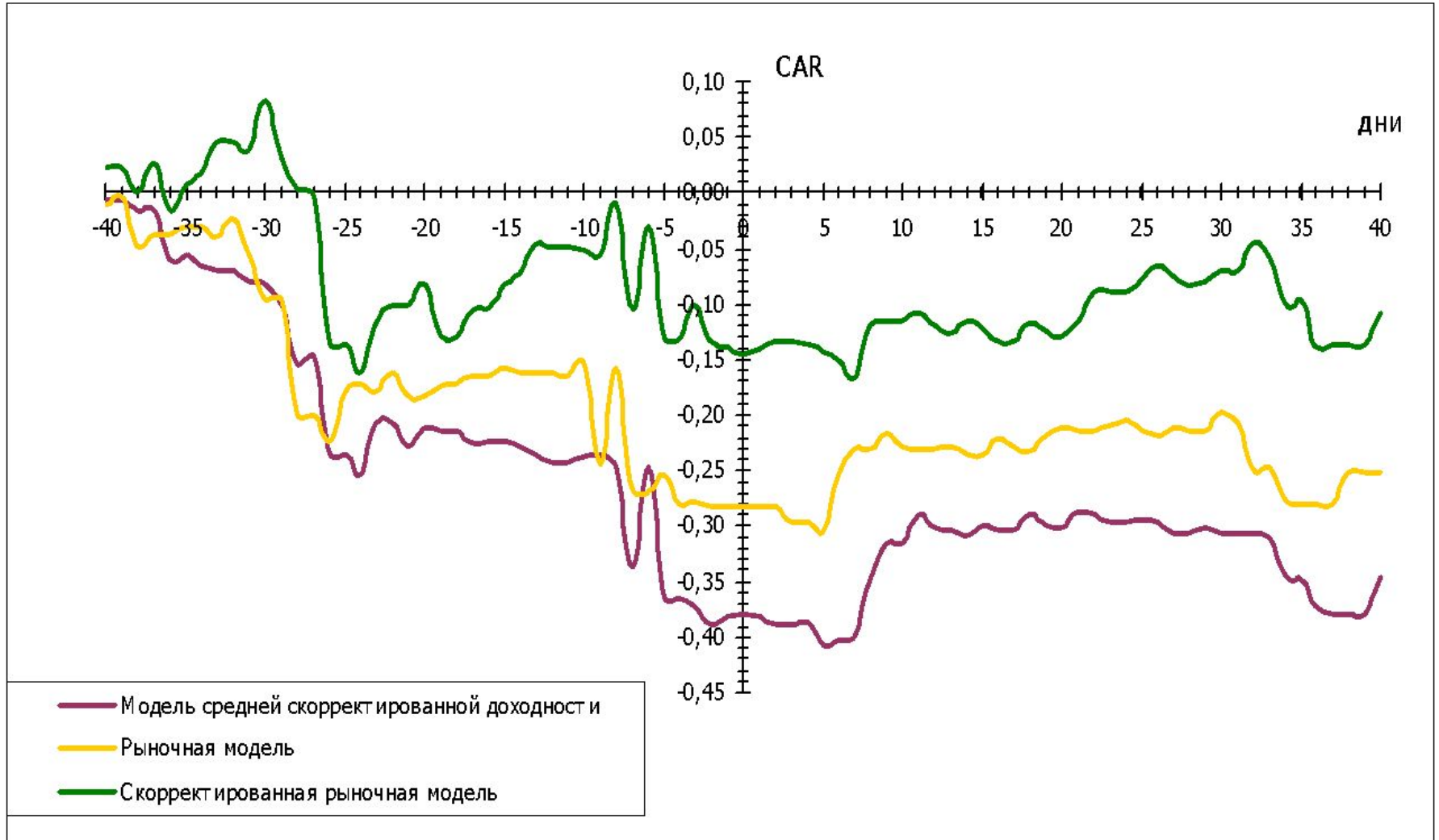
Результаты расчета накопленной избыточной доходности для полной выборки сделок

Наименование показателя	Модель средней скорректированной доходности	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Значение накопленной избыточной доходности CAR (%)	12,29%	11,00%	18,29%
Количество наблюдений	11	11	11
t-статистика	1,59	1,57	2,48
Уровень значимости (двусторонний)	11,84%	12,20%	1,62%

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

- Формирование значимой выборки компаний, удовлетворяющей необходимым критериям весьма затруднено в силу непрозрачности российского рынка
- В среднем сделки диверсификации приводят к росту стоимости компании-покупателя.
- Отсутствие инсайда на российском рынке

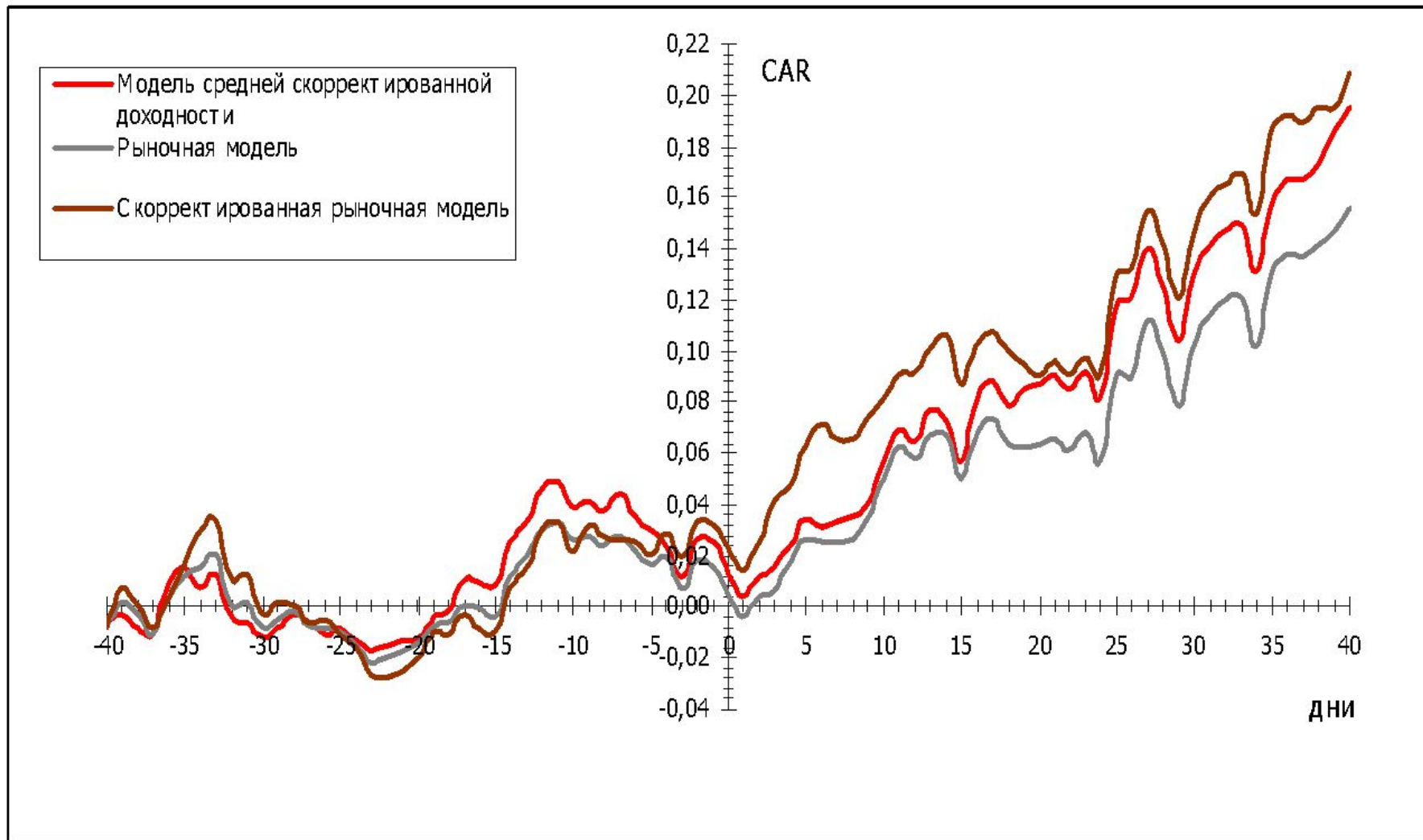
Значения накопленной избыточной доходности для сделок несвязанной диверсификации



Результаты расчета накопленной избыточной доходности для сделок несвязанной диверсификации

Наименование показателя	Модель средней скорректированной доходности	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Значение накопленной избыточной доходности, CAR (%)	-35%	-25%	-11%
Количество наблюдений	2	2	2
t-статистика	-1,63	-1,24	-0,51
Уровень значимости (двусторонний)	10,88%	22,05%	61,32%

Значения накопленной избыточной доходности для сделок связанной диверсификации



Результаты расчета накопленной избыточной доходности для сделок связанной диверсификации

Наименование показателя	Модель средней скорректированной доходности	Рыночная модель	Скорректированная рыночная модель
Значение накопленной избыточной доходности, CAR (%)	20%	16%	21%
Количество наблюдений	9	9	9
t-статистика	2,31	2,07	2,62
Уровень значимости (двусторонний)	2,46%	4,3%	1,15%