Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования

Санкт-Петербургский государственный университет

ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ КРОСС-ЛИСТИНГА НА РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН EMEA И ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ

Выпускная квалификационная работа студента 4 курса направление 38.03.02 – Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2014.

**ХОДАЕВОЙ Марии Сергеевны**

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_**

Научный руководитель

к.э.н., доцент кафедры финансов и учета

ПУСТОВАЛОВА Татьяна Александровна

­­\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_­­­\_

Санкт-Петербург

2018

**Заявление о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы**

Я, Ходаева Мария Сергеевна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 080500 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Оценка влияния кросс-листинга на рыночную стоимость компаний развивающихся стран EMEA и Латинской Америки», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

Оглавление

[Введение 5](#_Toc514621967)

[ГЛАВА 1. КРОСС-ЛИСТИНГ В СУЩЕСТВУЮЩЕЙ ЛИТЕРАТУРЕ 9](#_Toc514621968)

[1.1. Эмпирические данные о влиянии кросс-листинга на стоимость фирмы 9](#_Toc514621969)

[1.1.1 Кросс-листинг в США 9](#_Toc514621970)

[1.1.2 Перекрестные листинги на рынках, отличных от США 12](#_Toc514621971)

[1.2. Причины изменения оценки стоимости компаний 15](#_Toc514621972)

[1.2.1 Гипотеза сегментации рынка 16](#_Toc514621973)

[1.2.2 Гипотеза узнаваемости инвесторами (visibility theory) 17](#_Toc514621974)

[1.2.3 Гипотеза ликвидности 18](#_Toc514621975)

[1.2.4 Гипотеза о связи 19](#_Toc514621976)

[1.2.5 Альтернативные гипотезы 21](#_Toc514621977)

[1.3. Кросс-листинг во время мирового финансового кризиса 22](#_Toc514621978)

[Выводы по главе 1 24](#_Toc514621979)

[ГЛАВА 2. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВЫБОРКИ И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ 26](#_Toc514621980)

[2.1 Гипотезы исследования и общая характеристика выборки 26](#_Toc514621981)

[2.1.1 Гипотезы исследования 26](#_Toc514621982)

[2.1.2 Критерии отбора 29](#_Toc514621983)

[2.1.3 Общая характеристика выборки 31](#_Toc514621984)

[2.2 Методология исследования 33](#_Toc514621985)

[2.2.1 Метод событий 33](#_Toc514621986)

[2.2.2 Определение исследуемого события 35](#_Toc514621987)

[2.2.3 Определение длины окна события 37](#_Toc514621988)

[2.2.4 Выбор модели нормальной доходности 39](#_Toc514621989)

[2.2.5 Определение окна оценивания 42](#_Toc514621990)

[2.2.6 Сверхдоходность и агрегированная доходность 43](#_Toc514621991)

[2.2.7 Проверка на значимость 46](#_Toc514621992)

[Выводы по главе 2 47](#_Toc514621993)

[ГЛАВА 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ 48](#_Toc514621994)

[3.1 Результаты, полученные при анализе компаний стран региона EMEA 48](#_Toc514621995)

[3.1.1 Некризисный экономический период 48](#_Toc514621996)

[3.1.2 Период мирового финансового кризиса 50](#_Toc514621997)

[3.2 Результаты, полученные при анализе компаний стран Латинской Америки 52](#_Toc514621998)

[3.2.1 Некризисный экономический период 52](#_Toc514621999)

[3.2.2 Период мирового финансового кризиса 53](#_Toc514622000)

[3.3 Проверка на нормальность распределения 55](#_Toc514622001)

[3.4 Проверка на значимое отличие результатов в зависимости от региона 57](#_Toc514622002)

[3.5 Результаты, полученные для российских компаний 59](#_Toc514622003)

[Выводы по главе 3 60](#_Toc514622004)

[Заключение 62](#_Toc514622005)

[Список использованных источников 65](#_Toc514622006)

[Приложения 72](#_Toc514622007)

[Приложение А. Наблюдения размещения депозитарных расписок, вошедшие в выборку 72](#_Toc514622008)

[Приложение Б. Средние избыточные и кумулятивные избыточные доходности и их статистическая значимость 78](#_Toc514622009)

# **Введение**

Кросс-листинг, или перекрестный листинг, определяется как стратегия размещения компанией ценных бумаг одновременно на иностранных и отечественной биржах. Процесс либерализации фондового рынка, заметно ускорившись за последние два десятилетия, устранил многие инвестиционные барьеры и значительно облегчил трансграничные движения капитала и привлечение глобальных финансовых ресурсов. Эффективная политика либерализации, осуществляемая развивающимися странами, ведет к более тесной интеграции национального рынка с остальным миром, что оказывает фундаментальное влияние на доступ местных фирм к международному капиталу. Фондовые рынки развивающихся стран становятся все более взаимосвязанными. В результате этих процессов фирмы, действующие на развивающихся рынках, получают более легкий доступ к дополнительному финансированию и более широкой базе акционеров путем перекрестного листинга своих акций на иностранных фондовых биржах.

Самый популярный способ привлечения капитала с помощью кросс-листинга - выпуск депозитарных расписок, которые являются оборотными ценными бумагами, торгуемыми на иностранной фондовой бирже, представляющими собой акции, выпущенные компаниями, зарегистрированными на внутреннем рынке. Депозитарные расписки позволяют сделать акции локальных компаний более привлекательными для иностранных инвесторов. Фирмы выплачивают дивиденды в иностранной валюте (чаще всего в долларах США), а также используют международно признанные процедуры торговли, оформления и расчетов. По географическому расположению выпуска можно разделить депозитарные расписки на *американские депозитарные расписки (АДР)* и *глобальные депозитарные расписки (ГДР).* АДР доступны для американских инвесторов на официальных биржах, таких как NYSE и NASDAQ, а также на внебиржевых рынках (OTC). Глобальные депозитарные расписки размещаются за пределами США и*,* как правило, перечислены в соответствии с Правилом 144А и/или Положением S Закона США о ценных бумагах. АДР далее можно классифицировать на неспонсируемые и спонсируемые (выпускаемые по желанию эмитента). Наконец, спонсируемые долговые расписки делятся на различные уровни в зависимости от рынка, на котором они торгуются, и целей выпуска. В частности, депозитарные расписки уровня I представляет собой простейшую и наименее дорогостоящую программу для доступа к международному рынку ценных бумаг, поскольку она не требует регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC) и не требует строгих требований раскрытия информации. Тем не менее, ДР уровня I могут продаваться только через внебиржевые сделки и не могут быть допущены к официальному листингу. Компании, которые стремятся сделать свои ценные бумаги котируемыми на официальной фондовой бирже, должны рассмотреть программы уровня II или уровня III, которые требуют регистрации SEC, надлежащего раскрытия информации и отчетности. Основное различие между этими двумя программами состоит в том, что уровень III может быть использован для привлечения дополнительного капитала посредством публичного предложения, в то время как уровень II не предоставляет такую ​​возможность.

При реализации стратегии перекрестного листинга фирма рассчитывает на то, что связанные с ним ожидаемые совокупные выгоды, такие как снижение стоимости капитала, расширение акционерной базы, повышение ликвидности, репутации, уровня защиты миноритарных инвесторов, перевесят соответствующие расходы. Однако нет никаких доказательств того, что это кросс-листинг – универсальный инструмент для привлечения иностранного капитала, приносящий очевидные выгоды компании, поскольку некоторые исследования показывают, что листинг за границей не добавляет компании стоимости. Действительно, вопрос влияния перекрестного листинга на перспективы компании и оценку ее стоимости является открытым. Данным вопросом задавались многие исследователи, многие работы упоминали данную тему. Обычно авторы работ анализируют последствия решения фирмы получить дополнительный листинг за пределами внутреннего рынка на основе изменения цены акций и динамики прибылей. Полученные результаты различаются в зависимости от исследуемого географического местоположения, выбранного интервала времени, используемого метода и продолжительности исследуемого эффекта.

Несмотря на то, что нет определенного ответа на вопрос о том, повышает ли кросс-листинг капитализацию компаний, ниже в работе можно будет заметить, что большинство академических исследований подтверждают этот факт. Это наблюдение порождает новую область анализа, которая посвящена изучению ключевых источников повышения стоимости, связанных с перекрестными листингами. В литературе выделяется несколько причин, которые приводят к размещению компаниями развивающихся стран депозитарных расписок на зарубежных развитых рынках. В более ранних работах в качестве адекватных объяснений премии за перекрестный листинг называли сегментирование рынка и гипотезы о ликвидности. Таким образом, по мнению авторов, увеличение стоимости фирмы связывалось с тем, что кросс-листинг помогает преодолевать различные международные инвестиционные барьеры и повышает ликвидность. Более поздние исследования, однако, предполагали, что раскрытие информации и т.н. «теория связи» более уместны для объяснения положительного приращения оценки, которое обычно наблюдается. Основная идея этих гипотез заключается в том, что компания с двойным листингом в целом более привлекательна для инвесторов, поскольку она становится более прозрачной и усиливает корпоративное управление после заграничного листинга.

В кругах инвесторов принято разделять финансовые рынки на развитые и развивающиеся с точки зрения инвестиционных возможностей, ликвидности и рисков. Несмотря на то, что теме кросс-листинга посвящено множество работ, исследователи нечасто обращали внимание на вторую категорию, которая, очевидно, обладает рядом отличительных свойств. К тому же, в некоторых исследованиях размещения депозитарных расписок во времена экономических шоков исключались из выборки, а не исследовались отдельно (Lel & Miller, 2008). Эти факты позволяют предположить, что в текущей литературе, посвященной теме перекрестного листинга, существуют видимые пробелы.

*Актуальность* данной темы подтверждается, с одной стороны, большим количеством научных исследований, посвященных феномену кросс-листинга. С другой стороны, актуальность подтверждает большое количество аналитических публикаций, посвященных рынку депозитарных расписок. В качестве примера можно привести отчеты банка Нью-Йорка и аналитических агентств. Анализы осуществляются детально и часто, что является доказательством интереса к данной теме. Тем не менее, эмпирических данных по кросс-листингу фирм развивающихся рынков крайне мало. Предполагается, что исследование поможет заполнить этот пробел, что также подтверждает актуальность данной работы.

*Целью* данной работы является выявление влияния кросс-листинга на оценку стоимости компаний развивающихся стран EMEA и Латинской Америки. Оно включает теоретическое обоснование того, что зарубежный листинг может увеличить благосостояние акционеров через рост стоимости фирмы на рынке, эмпирическая проверка ряда гипотез о влиянии перекрестных листингов, осуществленных фирмами развивающихся рынков региона EMEA (Европы, Ближнего Востока и Африки) и Латинской Америки, на оценки стоимости данных компаний и проверка на одинаковость найденного эффекта для рассматриваемых рынков.

Работа выполнена в формате эмпирического исследования. Из сформулированной выше цели вытекают следующие *задачи*:

1. Проанализировать исследования, посвященные влиянию кросс-листинга на стоимость компаний;
2. Проанализировать существующие теории, объясняющие мотивы для осуществления зарубежного листинга;
3. Описать использующуюся методологию и обсудить возможности ее применения для данного исследования;
4. Составить выборку из компаний для анализа на основе ряда критериев;
5. Выдвинуть гипотезы об эффекте кросс-листинга в различные временные промежутки для двух рассматриваемых регионов;
6. Провести эмпирическое исследование, направленное на проверку поставленных в работе гипотез;
7. Проанализировать полученные результаты эмпирического исследования, сделать выводы и на их основе сформулировать практические рекомендации.

*Объектом* исследования являются компании развивающихся стран регионов EMEA и Латинской Америки, осуществившие размещение депозитарных расписок в период с 2006-2017 годы. *Предметом* исследования выступает влияние кросс-листинга на рыночную стоимость этих компаний.

В *выборку* вошли 240 наблюдений размещений депозитарных расписок компаниями рассматриваемых стран в период и 2006 по 2017 год. Для проведения исследования использовалась статистика банка BNY Mellon, база данных Thomson Reuters Eikon и Lexis-Nexis. Статистический анализ проведен с помощью возможностей программы Microsoft Excel.

*Структура* данной работы соответствует поставленным задачам и включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы. *Первая глава* содержит обширный обзор научной литературы по феномену заграничного кросс-листинга. *Вторая глава* описывает используемую методологию и собранные данные, в то время как в *третьей главе* представлены и интерпретированы полученные результаты. В *заключении* представлены основные выводы и рекомендации.

*Теоретическая значимость* данной работы заключается в том, что в ней рассмотрены мало изученные рынки, и, следовательно, полученные выводы помогут заполнить пробел в существующей литературе и могут быть использованы в дальнейшей исследовательской деятельности по данной тематике. *Практическая значимость* заключается в возможности использования полученных результатов высшим руководством компаний для принятия важных управленческих решений, таких как осуществление размещения депозитарных расписок.

# **ГЛАВА 1. КРОСС-ЛИСТИНГ В СУЩЕСТВУЮЩЕЙ ЛИТЕРАТУРЕ**

Во все большем числе эмпирических исследований авторы обращают внимание на изучение влияния перекрестного листинга на стоимость фирмы, которая выбирает данный инструмент привлечения капитала. Данная глава содержит обзор академической литературы, посвященной этой теме. Исследования разделены на две группы: первые рассматривают эффект кросс-листинга, наблюдаемый при выходе компаний на рынки США; вторые изучают эффекты, наблюдаемые на других зарубежных биржах.

Далее внимание в работе переходит к теоретическим работам, которые пытаются определить ключевые факторы мотивации компаний и реакции инвесторов на перекрестный листинг. В частности, рассматриваются главные на текущий момент теории объяснения роста стоимости компаний, обычно наблюдаемого при зарубежном листинге. Наконец, рассмотрено предположение о передаче волатильности между рынками депозитарных расписок и внутренними рынками компаний, которое является основой выдвинутых во второй главе отдельных гипотез для периода финансового кризиса.

## **1.1. Эмпирические данные о влиянии кросс-листинга на стоимость фирмы**

### **1.1.1 Кросс-листинг в США**

АДР определяются как оборотные сертификаты, деноминированные в долларах, которые представляют собой акционерный капитал или задолженность и принадлежат неамериканской компании. Каждая из выпущенных американских депозитарных расписок представляет собой долю или несколько базовых акций, размещенных компанией на внутреннем рынке. Как следствие, одна депозитарная расписка может представлять собой 1 или более акций иностранного акта или только небольшую долю, если цена акций на внутреннем рынке высока, чтобы первоначальная цена АДР была адекватной (Samet, 2009).

Одна из самых известных работ в области анализа реакции цен акций на такое событие, как размещение депозитарных расписок, была принадлежит Миллеру (Miller, 1998). В ней рассматривается влияние кросс-листинга на котировки акций 181 компании из 35 стран, которые разместили свои акции в США через программу депозитарных расписок в течение 1985-1995 годов. В данной работе основное внимание уделяется дате объявления, которая определяется как дата первого пресс-релиза, доступного для инвесторов, а не как дата листинга. С помощью метода событий (event study) Миллер идентифицирует положительную и статистически значимую аномальную доходность (сверхдоходность) 1,15% для окна на 3-дневном интервале. Более того, наблюдаемый эффект, как показало исследование, является постоянным, поскольку более поздние результаты подтверждают, что он сохраняется.

Исследователями темы кросс-листинга довольно часто формируется выборка из канадских компаний, размещающихся на биржах США, из-за географической близости рынков двух стран. Например, Фоерстер и Кароли (Foerster & Karolyi, 1993) обнаружили, что за 100 дней до недели зарубежного листинга цены канадских фирм выросли в среднем на 9,4%, и в дальнейшем на 2% в день события. Однако за положительной ценовой реакцией последовало значительное снижение цены акций приблизительно на 9,7% в течение 100 дней после перекрестного листинга. Замечанием для данной работы можно назвать тот факт, что для большинства канадских листингов в США в исследуемый период с 1985 по 1996 год даты публичного объявления существенно отличаются от фактических дат осуществления кросс-листинга. Хотя расхождение и составляло в среднем 13 дней, в одном случае первое объявление произошло за 50 дней до даты листинга.

Доукас и Швитцер (Doukas & Switzer, 2000) также провели исследование по выборке канадских компаний, имеющих двойной листинг на NYSE, AMEX и NASDAQ в 1985-96 годах. В отличие от ранее упомянутой статьи Фоерстера и Кароли, данная работа выделяется тем, что в ней анализируется как период, связанный с самыми ранними публичными объявлениями канадских компаний о их намерениях осуществить листинг своих обыкновенных акций на рынке США, так и дата листинга, для того чтобы отследить различия в результатах. Несмотря на небольшие изменения в непосредственно дату листинга, наблюдалась довольно значительная аномальная доходность в течение 60 торговых дней до события (8,47%). Интересно отметить, что 60-дневный период наблюдения был выбран специально, так как он включает даты объявления большинства компаний о намерении зарубежного размещения. Этот вывод показал, что было бы полезно проверить ту же гипотезу, но определить дату объявления о намерении как событие. Неудивительно, что при таких условиях наблюдалась статистически значимая избыточная доходность с 2,17%-ой совокупной избыточной доходностью в трехдневном окне событий.

Еще одно исследование, посвященное канадским фирмам, осуществившим размещение в США, было проведено Миттоо (Mittoo, 2003) и охватывало период с 1991 по 1998 год. Автор разделила краткосрочные эффекты, вызванные заграничным листингом, от долгосрочных. Она показала, что в течение семи дней вокруг даты события цены акций продемонстрировали существенный рост со средней аномальной доходностью 0,68%, тогда как в 201-дневном окне тот же показатель составил 2,9%. Также было отмечено следующее долгосрочное поведение акций, включенных в выборку: после значительного опережения показателей Канадского фондового рынка за 12 месяцев до начала размещения, компании отставали в течение следующих 3 лет на 13-30%.

Другой часто цитируемой работой является Фоерстер и Кароли (Foerster & Karolyi, 1999). Используя в качестве выборки впервые размещенные в США за период с 1976 по 1992 год АДР 153 фирм из Канады, Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона. Они продемонстрировали 19%-ную кумулятивную аномальную доходность в течение года до перекрестного листинга, а также еще 1,2% в течение семи дней после этого события. Однако положительный эффект не оказался постоянным, поскольку за этим последовало снижение на 14% в течение года после выпуска АДР.

Мартелл, Родригес и Вебб (Martell, Rodriguez and Webb, 1999) изучили АДР, размещенные фирмами Латинской Америки с 1990 по 1994 год. Событие было определено как дата размещения АДР, и была рассчитана сверхдоходность по этому условию. Никакой существенной реакции инвесторов на размещение депозитарных расписок в США не было обнаружено, так как большая часть избыточной доходности за 150 торговых дней не была статистически значимой. Однако кумулятивная избыточная доходность показала две четкие долгосрочные модели поведения: движение цены акций вверх за 60 дней до события и тенденцию противоположного направления после листинга. В статье Леал и др. (Leal et al., 1998), рассматривающей бразильские АДР, размещенные как на биржах США, так и внебиржевых рынках в период 1990-1996 годов, также не обнаружено каких-либо значимых рыночных реакций в отношении даты осуществления перекрестного листинга.

Доидж, Кароли и Штульц (Doidge, Karolyi & Stulz, 2004) выяснили, что в конце 1997 года компании из разных уголков мира, имеющие перекрестный листинг в США, имели коэффициент кью (Tobin Q), который рассчитывается как общая рыночная капитализация, деленная на восстановительную стоимость активов фирмы, на 16,5% выше, чем аналогичные компании, не использовавшие кросс-листинг. Статистически значимая разница еще более ощутима для фирм с листингом на крупнейших фондовых биржах США и достигает 37%. Авторы приписывали эти различия более низким шансам владельцев контрольных пакетов акций компаний использовать свои права в личных целях и большей способности воспользоваться имеющимися возможностями роста.

В исследовании Эрунза и Миллера (Errunza & Miller, 1998) была построена эконометрическая модель на основе выборки по 126 компаниям из 32 развитых и развивающихся стран в 1998 г. показала уменьшение стоимости капитала в среднем на 42% при размещении АДР. Этими выводами они подтверждали предположение о значительных экономических выгодах, вызванных либерализацией рынка капитала.

Лана, Мартинс, Маркон и Ксавьер (Lana, Martins, Marcon & Xavier, 2013) в более позднем исследовании проанализировали 27 компаний-эмитентов АДР из общей выборки из 227 бразильских компаний за период с 2005 по 2011 год. Результаты показали, что компании, разместившие АДР, имели в среднем на 40% более высокий уровень финансового левериджа, а также примерно на 50% меньшую стоимость капитала. Тем не менее, результаты касательно стоимости капитала не оказались статистически значимыми при 5%-м уровне значимости, что не дает уверенности в выводах авторов.

Эскуэда (Esqueda, 2017) частично доказывает постоянное увеличение стоимости фирмы после перекрестных листингов на биржах США. В случаях, если капитал компании был увеличен, или размещение АДР происходило после принятия Закона Сарбейнса-Оксли, стоимости фирмы увеличивалась. К тому же, в работе отмечается тот факт, что рост ликвидности и прозрачности информации повышают ценность перекрестных листингов.

### **1.1.2 Перекрестные листинги на рынках, отличных от США**

Как видно из анализа литературы выше, существует большое количество академических работ, которые изучают влияние оценки кросс-листинга иностранных компаний на биржах США, в то время как небольшое число исследователей обращали свое внимание на ситуацию на других рынках назначения. Игнорирование других рынков, кроме США, может привести к неполному пониманию темы и формированию предвзятого мнения. Поэтому далее рассмотрены несколько статей, в которых исследован эффект кросс-листинга на рынках, отличных от США.

Лондонская фондовая биржа (LSE) стала привлекать к себе особенное внимание позже, в частности, после принятия Закона Сарбейнса-Оксли в 2002 году и последующих дебатов о конкурентоспособности обменов в США (Sarkissian & Schill, 2008; Piotroski & Srinivasan, 2008; Doidge, Karolyi, & Stulz, 2009; Coates, & Srinivasan, 2014). Принятие данного закона убавило у компаний желание осуществить заграничный листинг в США в последующие годы (Bianconi, Chen, & Yoshino, 2013), поэтому многие фирмы переключились на другие фондовые рынки.

В своем исследовании Сальва (Salva, 2003) формирует выборку из всех фирм, размещенных на Лондонской фондовой бирже либо через механизм депозитарных расписок, либо через обычную процедуру листинга, до 2000 года, из 30 стран, как развитых, так и развивающихся. Был отмечен значимый эффект с 0,69% избыточной доходностью вокруг даты объявления о намерении компании разместить ценные бумаги. Некоторая значимая избыточная доходность была также обнаружена за несколько дней до объявления, что может быть связано с возможной утечкой информации или существующими рыночными ожиданиями. Другим интересным выводом статьи было то, что обычные листинги были связаны с существенно более высоким ростом оценки компании, чем использование депозитарных расписок. Та же процедура исследования, повторенная для определения даты листинга как события, не привела к каким-либо значимым выводам, поскольку не было обнаружено аномальной доходности.

Брис и др. (Bris et al., 2012) исследовали эффекты перекрестных листингов на показатели компаний, которые были размещены на Лондонской фондовой бирже или были проданы через автоматическую электронную информационную систему биржевых котировок SEAQ-I по состоянию на 2004 год. Под событием была определена дата размещения. Было обнаружено, что положительный и статистически значимый эффект оценки имел место для компаний, размещенных на LSE, тогда как для компаний, торгуемых через SEAQ-I, был обнаружен позитивный, но статистически не значимый эффект. Авторами не было найдено свидетельств увеличения ликвидности на внутреннем рынке для компаний, размещенных на LSE, по сравнению с компаниями, которые торговались через SEAQ-I.

Одна из первых статей, направленных на сравнение кросс-листинговых выгод на британской фондовой бирже и на рынках США, принадлежит Серра (Serra, 1999). Использованная выборка состояла из фирм развивающихся рынков, разместивших депозитарные расписки на NYSE, NASDAQ в Америке и SEAQ-I в Великобритании. Была обнаружена положительная сверхдоходность перед заграничным листингом, а также отрицательная избыточная доходность после события, что подтверждает предыдущие эмпирические данные. Такой результат объяснялся улучшением распределения рисков. Эффект был одинаковым на разных биржах. Десять лет спустя Бьянькони и Тан (Bianconi and Tan, 2010) в своих исследованиях сравнивали результаты кросс-листинга на рынках Великобритании и США по выборке компаний из стран Азиатско-Тихоокеанского региона. При отмеченном на обоих рынках положительном влиянии на стоимость компаний данные о том, выше ли он для рынка США или Великобритании, неоднозначны. Используя одномерный анализ, модель со случайными эффектами и метод наименьших квадратов (МНК), авторы нашли некоторые свидетельства в пользу фондовых рынков США, но анализ чувствительности показал, что результат не являлся устойчивым.

Корчак и Бол (Korczak and Bohl, 2005) проанализировали последствия кросс-листинга для 33 компаний из Чехии, Венгрии, Польши, России, Словакии и Словении на различных иностранных биржах. В работе наблюдалось значимое положительное значение оценки, которое позже не исчезло, что отличается от результатов большинства исследований, о некоторых из которых было сказано выше. Цены на акции значительно увеличиваются перед листингом и удерживаются после него. Средняя кумулятивная избыточная доходность на 300-дневном окне вокруг даты листинга достигла 25%. Корчак и Бол обнаружили, что перекрестный листинг повышает ликвидность и эффективность ценообразования на домашнем фондовом рынке компаний. Следует, однако, отметить, что результаты этой работы следует рассматривать с осторожностью, поскольку объем используемой выборки довольно мал.

Рузенбум и ван Дийк (Roosenboom & van Dijk, 2009) в своей работе искали ответ на вопрос о том, зависит ли эффект кросс-листинга от рынка размещения зарубежных ценных бумаг, исследовав реакцию котировок акций на зарубежные листинги компаний из 44 стран на 8 основных биржах, расположенных в США, Великобритании, континентальной Европе и Японии. Было выявлено, что наибольшая сверхдоходность при объявлении и намерении осуществить кросс-листинг связана с перекрестным листингом на американском рынке (в среднем 1,3%), затем в Лондоне (в среднем 1,1%), континентальной Европе (в среднем 0,6%) и Японии (0,5% в среднем, однако результат не значим статистически). Для сравнения, средняя избыточная доходность вокруг даты объявления составляла 0,98% для всей выборки.

В некоторых исследованиях отмечается и негативный эффект кросс-листинга на оценку стоимости компаний. В работе Бусаба, Гуо, Сан и Ю (Busaba, Guo, Sun & Yu, 2015) было отмечено, что подавляющее большинство китайских фирм, которые разместили свои акции как в Китае, так и за рубежом, в первую очередь выходили на иностранные рынки. Исследователи проанализировали выборку китайских компаний, которые сначала разместили ДР, а только потом осуществили листинг акций на внутреннем рынке, в период с 1993 по 2008 годы. Результаты исследования показали, что такие фирмы выпускают акции внутри страны по завышенным ценам и более выгодным условиям и получают относительно больший доход по сравнению с конкурентами. Однако в долгосрочной перспективе замечены более низкие доходность акций и коэффициент кью Тобина, чем у других фирм на внутреннем рынке.

В работе Ю, Пейн и Лин (You, Payne & Lin, 2018) рассматривалась выборка из компаний по всему миру, 8,713 из которых не использовали кросс-листинг и 1,732 с зарубежными листингами. Причем, исследователи сравнили коэффициент кью Тобина фирм, размещенных на двух, трех, четырех и более рынках. Было обнаружено, что в целом Tobin Q уменьшается по мере увеличения числа рынков листинга, из-за чего подразумевается, что множественный листинг не создает ценности для фирм. Однако для компаний из определенных стран и компаний, размещающих депозитарные расписки на рынках определенных, в частности, англоговорящих стран, замечены значительные положительные результаты листинга. Кросс-секционный анализ, однако, подтвердил данный факт только для компаний с двойным листингом, но не для перекрестного листинга в более чем двух странах.

Кроме того, нельзя не отметить, что культурный аспект также важен при выборе рынка, на котором будет осуществляться выпуск ДР. В своей работе Додд, Фрийнс и Гилберт (Dodd, Frijns & Gilbert, 2015) утверждают, что фирмы предпочитают рынки стран со схожей культурой, потому что, во-первых, инвесторы более охотно инвестируют в знакомые с культурной точки зрения фирмы, во-вторых, менеджеры стремятся избежать потенциальных конфликтов, вызванных культурными различиями. Используя культурные аспекты теории Хофстеда, исследователи обнаружили, что фирмы из развитых стран проявляют большую склонность к перекрестному листингу на финансовых рынках культурно схожих стран. Однако для данной работы более интересным является то, что для компаний развивающихся стран культурная дистанция не играет никакой роли.

## **1.2. Причины изменения оценки стоимости компаний**

Учеными выдвигается несколько независимых теорий касательно причин, побуждающих компании осуществить кросс-листинг. С развитием кросс-листинга появлялись и новые гипотезы, обосновывающие его положительный эффект на оценку стоимости компаний. Первые теории в основном касались финансовых аспектов, однако исследования о других мотивах также начали развиваться в 90-х годах (Licht, 2003). Далее представлены некоторые из гипотез, рассматривающих причины, побудившие организации осуществить заграничный листинг.

### **1.2.1 Гипотеза сегментации рынка**

Гипотеза сегментирования рынка утверждает, что мировые рынки сегментируются различными барьерами для потоков капитала, в результате чего дополнительные риски могут быть связаны с активами в стране, отделенной этими барьерами от иностранных инвесторов. У иностранных фирм есть стимулы осуществить листинг за рубежом в целях уменьшения инвестиционных барьеров (Errunza & Losq, 1985). Следовательно, теория основана, среди прочего, на способности снизить стоимость капитала фирмы посредством перекрестного листинга (Baker, Nofsinger & Weaver, 1999).

По мнению Джайяраман (Jayaraman, 1993), основной причиной для компаний осуществить размещение на зарубежных рынках является то, что кросс-листинг позволяет им избежать проблем на их внутреннем рынке, таких как валютные риски и ограничения на приток капитала, что поддерживает гипотезу сегментации рынка. Более того, правовые нормы стран и информационные барьеры также способствуют сегментации рынка.

Таким образом, многие исследования перекрестных листингов рассматривают кросс-листинг как механизм преодоления сегментации рынка и соответствующих барьеров (Hail & Leuz, 2009). Идея большинства этих исследований заключается в том, что фирмы, рынки капитала которых не полностью интегрированы с глобальными рынками капитала, будут иметь более высокую оценку после размещения, поскольку риск этих компаний в основном связан с изменениями на их внутренних рынках.

Перекрестный листинг облегчает владение акциями таких фирм иностранными инвесторами, как следствие, риск становится более распределенным. В результате кросс-листингованные компании должны иметь более низкую стоимость капитала и положительную доходность акций. Хайль и Лёйц утверждают, что если теория сегментирования рынка верна, то основное количество перекрестных листингов должно происходить развивающихся стран, где выгоды от распределения рисков и выгоды от диверсификации являются самыми большими. Однако эта гипотеза не всегда поддерживается эмпирически (Sarkissian & Schill, 2003). В недавнем исследовании Гадхаб, Хеллара и Дербали (Ghadhab, Hellara & Derbali, 2018) не было обнаружено никаких доказательств в подтверждение гипотезы о сегментации рынка.

### **1.2.2 Гипотеза узнаваемости инвесторами (visibility theory)**

Гипотеза узнаваемости инвесторами, или теория видимости (visibility theory) основана на модели равновесия на рынке капитала с неполной информацией, принадлежащей Мертону (Merton, 1987). Согласно модели Мертона, увеличение размера базы инвесторов фирмы, которую он называет «фактором признания инвестора», должно снизить ожидаемый доход инвесторов. Исследователь утверждает, что более низкая ожидаемая доходность приводит к снижению стоимости капитала и, как следствие, увеличивает рыночную стоимость акций компании.

В соответствии с этим фирмы с относительно небольшой базой акционеров имеют стимулы для расширения базы инвесторов путем перекрестного листинга. Следовательно, можно сделать вывод, что, согласно этой теории, увеличение базы акционеров уменьшит доходность, требуемую инвесторами, и рыночная стоимость компании будет увеличиваться. Подтверждение этому находится в некоторых работах. Например, исследование Бейкер, Нофсингер и Вивер (Baker, Nofsinger & Weaver, 2002) показывает, что фирмы с более широкой базой акционеров имеют более низкую стоимость капитала и бóльшую рыночную стоимость.

Бермеджо, Кампа и Кампос (Bermejo, Campa & Campos, 2017) проанализировали выборку ДР компаний из 42 стран и пришли к выводу, что, учитывая значительный рост количества и рыночной стоимости акций после того, как они стали доступны за рубежом, кросс-листингованные компании привлекают большое количество инвесторов, так как для последних инвестирование в акции таких фирм является субститутом стратегий международной диверсификации.

Более того, увеличение базы акционеров может также снизить стоимость информации, что можно объяснить тем, что перекрестный листинг на крупной иностранной бирже в целом обязывает фирмы следовать правилам раскрытия информации, которые являются более строгими, чем в их родной стране. В работе Ланд и др. (Lang et al., 2003) утверждается, что многие эмпирические исследования согласуются с этим утверждением, поскольку они указывают на увеличение качества раскрытия информации после перекрестного листинга, уменьшение асимметрии информации и снижение стоимости капитала компаний.

Другое мнение по данному вопросу высказали Херрман, Канг и Йоо (Herrmann, Kang & Yoo, 2015). Они нашли доказательства того, что перекрестные листинги в США связаны с улучшением точности информации не только в государственном, но и в частном секторах. Исследователи объясняют улучшение информационной среды для компании тем, что аналитики тратят больше усилий на обнаружение информации о данной конкретной компании. По их мнению, эффект кросс-листинга не может полностью объясняться только общим улучшением качества раскрытия публичной информации.

Тем не менее, в некоторых работах данная теория не подтверждается (Foerster and Karolyi, 1999; Mittoo, 2003). Результаты исследования Кинг и Сегал (King & Segal, 2005) показывают, что влияние признания инвестора исчезает в течение двух лет после перекрестного листинга. Оценки фирм возвращаются к прежнему уровню или ниже в течение нескольких лет. Так называемая «шумовая торговля» неопытных иностранных инвесторов может отрицательно сказываться на эффективности внутренних рынков, что было обнаружено на примере китайских компаний в исследовании Ху и Джао (Hu, Y., & Zhao, 2017). Результаты ставят под сомнение преимущества перекрестного листинга, когда основной мотивацией является увеличение стоимости фирмы путем расширения ее базы инвесторов и улучшения информационной среды. Этот факт может частично объяснить, почему относительно небольшое количество компаний осуществляют зарубежный листинг. Следовательно, несмотря на то, что более ранние исследования подтверждают гипотезу о том, что перекрестные листинги повышают прозрачность фирмы и, как следствие, создают ценность для компании, нет однозначных доказательств того, что выгоды оценки из-за кросс-листингапагу долгосрочны.

### **1.2.3 Гипотеза ликвидности**

Гипотеза ликвидности гласит, что, поскольку рынки капитала США и Великобритании очень ликвидны, фирмы могут привлечь капитал по более низкой цене, чем на внутреннем рынке, особенно компании из развивающихся рынков.

Предположительно, компании, акции которых размещены на рынках капитала с плохой ликвидностью, осуществляют перекрестный листинг на биржах с повышенной ликвидностью, чтобы снизить их премию за риск ликвидности и ожидаемую прибыль. Амихуд и Мендельсон (Amihud & Mendelson, 1986) утверждают, что риск ликвидности уменьшится, следовательно, цена акций будет расти. Брис, Кантале и Нишиотис (Bris, Cantale & Nishiotis, 2007) находят доказательства, подтверждающие гипотезу ликвидности, а точнее, что после кросс-листинга ликвидность компании на внутреннем рынке значительно улучшается.

Однако не все эмпирические данные подтверждают теорию гипотез ликвидности. Вонг, Чанг и Хсу (Wang, Chung & Hsu, 2008), проанализировав выборку азиатских компаний, не нашли доказательств увеличения ликвидности после кросс-листинга. Более того, доходность значительно снизилась после перекрестного размещения.

То же было замечено и на других рынках. Целью исследования Макау, Онумья и Окуму (Makau, Onyuma & Okumu, 2015) было изучение влияния перекрестного листинга на ликвидность акций для восточноафриканских компаний, где внутренним рынком являлась Найробийская биржа ценных бумаг. В выборку вошли зарегистрированные в Кении компании, которые разместили ДР на других биржах Восточноафриканского сообщества в 2010-2015 годах. Объем торгов и биржевой оборот были использованы в качестве прокси-показателей, или косвенных показателей, ликвидности акций. Их выборочные средние были рассчитаны до и после кросс-листинга и проверены на значимость с использованием парного t-теста на уровне пяти процентов. Большинство результатов не было статистически значимым. Исходя из этих результатов, исследователи рекомендовали корпоративным менеджерам рассмотреть возможность перекрестного листинга для других целей, таких как проникновение на новые рынки, но не для улучшения их ликвидности.

Таким образом, нельзя утверждать, что теория ликвидности подходит для всех рынков.

### **1.2.4 Гипотеза о связи**

Теория «связывания» в иностранной литературе звучит как «bonding theory». Одной из причин для перекрестного листинга является защита инвесторов. Страны характеризуются различной степенью защиты миноритарных акционеров и жесткостью регулирования. Компании могут выбирать рынок капитала, на котором они будут осуществлять зарубежный листинг, при этом принимая требуемые системы управления, стандарты раскрытия информации и правила бухгалтерского учета, которые могут быть более строгими, чем те, которые требуются или общеприняты в стране нахождения этих фирм. Путем перекрестного листинга на международных биржах фирма некоторым образом «связывает» себя с более жесткими требованиями защиты инвесторов. Согласно утверждению Кинг и Сегал (King & Segal, 2004), размещение депозитарных расписок значительно сдерживает оппортунизм со стороны мажоритарных акционеров.

Следовательно, гипотеза о связи утверждает, что компании из стран с низким уровнем защиты инвесторов могут «связывать» себя с рынками, где защита инвесторов выше. Как следствие, повышенное внимание к правам миноритарных акционеров и увеличение объема раскрываемой информации, в свою очередь, должны повысить способность фирмы привлекать капитал и снизить его стоимость.

Лел и Миллер (Lel & Miller, 2008) рассмотрели относительную склонность фирм с перекрестным листингом к прекращению деятельности неэффективных CEO внутри компании. Они рассмотрели выборку из более чем 70 000 фирм из 42 стран и обнаружили, что компании с зарубежным листингом с большей вероятностью избавляются от малоэффективных руководителей, чем фирмы, не осуществляющие кросс-листинг. Более того, они считают, что этот эффект имеет особую силу в случае размещения на крупных биржах США, где, как известно, уровень защиты инвесторов крайне высок.

Додд и Гилберт (Dodd & Gilbert, 2016) в своем исследовании изучали изменения в информационной асимметрии и информационной эффективности кросс-листингованных акций на их внутреннем рынке при перекрестном листинге в Соединенных Штатах. Было обнаружено, что перекрестный листинг в США значительно улучшает качество информационной среды фирмы и эффективность котировок акций на внутреннем рынке. Результаты показывают, что более строгое раскрытие информации из-за перекрестного листинга в США приносит выгоды компании в соответствии с гипотезой о связи.

Недавнее исследование Боубакри и др. (Boubakri et al., 2016) было посвящено связи между кросс-листингом и уровнем корпоративной социальной ответственности фирмы. Исследователи обнаружили, что уровень КСО увеличивается после листинга на Американской фондовой бирже, что приводит к большей ценности фирмы в глазах инвесторов. К такому же выводу в отношении китайских фирм приходит в своей работе Лиу (Liu, 2017). В дополнении к улучшению результатов финансовой деятельности компаний, компании с перекрестными листингами имеют лучшую отчетность по КСО с точки зрения повышения заработной платы сотрудников, создания новых рабочих мест и увеличения вклада в охрану окружающей среды. К этому же выводу пришел Ли (Li, 2017), проанализировав эффект кросс-листинга для Китайских компаний.

Используя исчерпывающую выборку наблюдений перекрестных листингов, Феррис и Лиао (Ferris & Liao, 2017) расширили понятие гипотезы о связи, исследуя то, что они назвали гипотезой относительной связи. Исследователи предположили, что фирмы получают преимущества более сильной защиты инвесторов путем листинга в странах, где ее уровень выше. Обнаружено, что имеет место рост стоимости компании в любом случае, когда страна размещения имеет более эффективные стандарты управления, а не только если перекрестный листинг происходит на биржах США.

Тем не менее, в некоторых исследованиях утверждается, что «связывание» через кросс-листинг в США неэффективно (Siegel, 2005; Liu, Jiang & Sathye, 2017), в других – что экономические эффекты заграничного размещения трудно приписать непосредственно гипотезе о связи, поскольку многие теории перекрестного листинга имеют схожие экономические прогнозы (Leuz, 2006).

Как утверждает Лихт (Licht, 2003), доказательство или опровержение правильности гипотезы о связи является сложной задачей из-за того, что в процесс вовлечено большое количество факторов. Хотя кросс-листинг может проводиться по многим веским причинам, как показывает данное исследование, самосовершенствование компании, скорее всего, не является первоочередной.

### **1.2.5 Альтернативные гипотезы**

Гипотезы, представленные выше, являются основными в теории кросс-листинга. Однако существует множество альтернативных теорий, некоторые из которых представлены далее:

*Гипотеза выяснения уровня цен (price discovery theory)*

Поиск равновесной цены является ключевой функцией фондовой биржи. В исследовании, проведенном Еун и Сабхерваль (Eun & Sabherwahl, 2003), в течение трех месяцев в 1998 году анализировалось поведение 62 канадских компаний, разместивших акции на Торонтской фондовой бирже и депозитарные расписки на NYSE или Nasdaq. В целом, были найдены убедительные доказательства того, что значительное «ценовое открытие» (поиск равновесной цены) происходило в США для 58 из 62 акций. Результаты показывают важную ценовую и котировочную активность вокруг даты осуществления кросс-листинга для этих акций.

*Гипотеза чувствительности инвестиций*

Фоуколт и Фресард (Foucault & Frésard, 2012) исследовали большую выборку компаний из 38 стран за период 1989-2007 гг. Было обнаружено, что фирмы с перекрестными котировками имеют более высокую чувствительность корпоративных инвестиций к цене акций, чем фирмы, не осуществившие перекрестный листинг. Более того, эта разница в чувствительности инвестиций к цене акций появляется после перекрестного листинга и является долговременной. Эти результаты подтверждают гипотезу о том, что перекрестный листинг в целом позволяет менеджерам получать больше информации с фондового рынка, которые затем они используют для принятия своих корпоративных инвестиционных решений.

*Гипотеза последствий на внутреннем рынке*

В некоторых работах было проведено исследование в целях ответа на вопрос, существуют ли побочные эффекты кросс-листинга для фирм-конкурентов с внутреннего рынка компаний, разместивших депозитарные расписки. Например, Моэль (Moel, 2001) рассмотрел влияние размещения АДР на три разных направления развития внутреннего фондового рынка на 28 развивающихся рынках: открытость рынка, ликвидность и рост цен акций других компаний отрасли на внутреннем рынке. Результаты его исследования показывают, что выпуск АДР отрицательно влияет на все три параметра. Таким образом, акции компаний внутреннего рынка становятся более отделенными от глобального рынка. Кароли (Karolyi, 2006) также изучил побочные последствия для внутренних рынков компаний-эмитентов. В работе были получены доказательства того, что кросс-листинг оказывает негативное влияние на количество зарегистрированных на бирже фирм, их общую капитализацию и торговую активность на внутреннем рынке.

Таким образом, в последние годы было проведено большое количество новых эмпирических исследований, в которых ученые не только рассматривают преимущества и недостатки осуществления зарубежного листинга, но и пытаются найти новые обоснования феномена кросс-листинга как такового. Эти исследования дают лучшее представление об аспектах, ранее не анализируемых в рамках темы.

## **1.3. Кросс-листинг во время мирового финансового кризиса**

Последняя тема, затрагиваемая в данной главе – это ответ на вопрос, могут ли последствия осуществления кросс-листинга в период глобального финансового кризиса теоретически быть отличными от тех, что имеют место в период относительной экономической стабильности.

Если рассмотреть статистику выпуска российскими компаниями депозитарных расписок в период с 2005 по 2011 годы (Таблица 1), то можно заметить резкий спад активности по размещениям в 2009 году.

Таблица 1.1 -Статистика по действующим депозитарным распискам российских компаний по году выпуска

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Год выпуска | Количество выпусков | Количество выпусков, при которых капитал увеличен |
| 2005 | 17 | 6 |
| 2006 | 15 | 10 |
| 2007 | 27 | 20 |
| 2008 | 39 | 4 |
| 2009 | 7 | 0 |
| 2010 | 13 | 8 |
| 2011 | 15 | 13 |

Это могло происходить по разным причинам. Во-первых, 2007-2009 годы были периодом, когда наблюдалось большое количество влиятельных публикаций, в которых авторы сомневались в том, что существуют реальные выгоды зарубежного листинга (Khurana, Martin, & Periera; 2007 Charitou, & Louca, 2009). Таким образом, российские компании могли последовать общей тенденции того отказа от идеи осуществления кросс-листинга. Во-вторых, потенциальные издержки компаний могли стать больше чем выгоды, поэтому листинг осуществляли достаточно стабильные компании, где была высока доля государственной собственности.

Наконец, главная причина, наиболее часто ассоциируемая с данным временным периодом, - мировой финансовый кризис, который повлек за собой общий спад экономической активности и, в частности, повлек за собой уменьшение притоков зарубежных инвестиций и оттоков капитала за границу не только в России, но и во всем мире (Broner, Didier, Erce, & Schmukler, 2013).

Финансовый кризис 2007-2008 годов начался с кризиса ипотечного кредитования в США и в скором времени распространился на Европу. За банкротством банков и обвалом на фондовых рынках в 2008 году последовала глобальная экономическая рецессия. Вторую волну кризиса выделяют в 2015 году, когда имели место резкое падение цен на нефть, рост финансовых и геополитических рисков, экономический спад в КНР и сокращение объемов мирового богатства впервые после острой фазы кризиса в 2008 году.

Однако финансовый кризис не только отразился на количестве выпусков депозитарных расписок, но и имел последствия для компаний, которые к периоду его наступления уже котировались на зарубежных биржах. Кризис 2007-2008 годов – ни что иное, как экономический шок, имевший мировые масштабы. Следовательно, если на одном рынке произошел шок, то и на связанных рынках тоже должна возникнуть реакция на данный шок.

Вопрос, верно ли это предположение в рамках идеи кросс-листинга, уже поднимался некоторыми исследователями. В ряде работ уже были изучены вопросы так называемой передачи волатильности рынка (volatility transmission) и потоков информации между АДР и акциями на внутреннем рынке. Причем, некоторые исследования обнаружили, что изменения на внутренних фондовых рынках повлияли на оценку АДР (Mak & Ngai, 2005), другие, наоборот, обнаружили что доходность и волатильность акций на внутреннем рынке зависят от информационных шоков в странах, где компания осуществила зарубежный листинг (Alaganar & Bhar, 2002). К примеру, Джаисваль-Дале и Джитендранатан (Jaiswal-Dale & Jithendranathan, 2009), рассматривая рынки депозитарных расписок США и Германии, в своей работе пришли к выводу, что информационные шоки на рынке АДР приводят к цепной реакции на внутреннем рынке.

Существуют и исследования, в которых поддерживается идея двунаправленного влияния на колебания волатильности. Пошаквале и Акуино (Poshakwale & Aquino, 2008) исследовали динамику волатильности в моменты потрясений, произошедших на рынках, между 70 АДР и их соответствующими акциями на внутренних рынках. Они сообщили о двунаправленной передаче информации о шоках и соответствующем колебании цен на акции и расписки между обоими рынками.

## **Выводы по главе 1**

Анализ существующей литературы позволяет получить представление о некоторых аспектах эффекта кросс-листинга для компаний. Во-первых, многие исследования как АДР, так и ГДР указывают на положительную реакцию рынка на размещение депозитарных расписок. Многие исследователи отмечают рост рыночной стоимости компании после выхода на зарубежный фондовый рынок.

Во-вторых, в литературе выделяется множество причин, которые объясняют стремление некоторых компаний разместить свои ценные бумаги за рубежом. Среди них особенно выделяют снижение инвестиционных барьеров на сегментированных рынках, увеличение узнаваемости инвесторами и аналитиками, увеличение ликвидности, публикацию более качественной отчетности и обеспечение более жестких требований по раскрытию информации. Эти причины могут привести к выходу компаний развивающихся рынков на зарубежные рынки.

В-третьих, существуют доказательства передачи волатильности между зарубежным и отечественным рынками кросс-листингованной компании. Таким образом, есть основания предположить, что шок, подобный мировому финансовому кризису, предположительно, должен сказаться на оценке стоимости кросс-листингованной компании, если не прямо – через реакцию цен акций на внутреннем рынке, то косвенно – через передачу волатильности размещенных за рубежом депозитарных расписок.

# **ГЛАВА 2. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВЫБОРКИ И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ**

## **2.1 Гипотезы исследования и общая характеристика выборки**

### **2.1.1 Гипотезы исследования**

Представленное исследование направлено на выявление реакции рынка на размещение фирмами развивающихся стран EMEA и Латинской Америки ценных бумаг на заграничных биржах. Основной вопрос исследования можно сформулировать следующим образом: как осуществление кросс-листинга компаниями развивающихся стран региона Европы, Средней Азии и Африки и региона Латинской Америки влияет на рыночную стоимость этих компаний?

На основе обзора литературы, представленного в первой главе, в частности, в работах Миллера, Розенбум и ван Диик, Брис и др. и многих других исследователей (Miller, 1998; Roosenboom & van Dijk, 2009; Bris et al., 2012; Bermejo, Campa & Campos, 2017), ожидается, что выпуск депозитарных расписок будет связан с положительной аномальной доходностью акций.

В некоторых работах, посвященных кросс-листингу, в качестве измерения ценности фирмы используют коэффициент кью Тобина (Gozzi et al. 2008; King and Segal 2009; Sarkissian & Schill, 2012). В упрощенной формуле для расчета этого показателя (Chung & Pruitt, 1994) цена акции компании стоит в числителе. Отсюда можно утверждать, что повышенный интерес к компании, который объясняется в теориях, описанных в первой главе, вероятно, ведет к росту цены акции, который, в свою очередь, при прочих равных увеличивает значение коэффициента кью Тобина.

Таким образом, есть основания ассоциировать рост цен акций компании с ростом рыночной стоимости фирмы. Аналогично, можно предполагать, что снижение доходности акций, в целом, должно привести к снижению коэффициента и, следовательно, ценности фирмы для инвесторов. Решение использовать в данной работе динамику цен акций компании как прокси-показатель оценки стоимости фирмы основывается на этом предположении, а также на том факте, что в большом количестве исследований эффект кросс-листинга на ценность фирмы также изучается через изменение доходности акций (Mittoo, 2003; Яворская, 2013; Chen, Dong, Chen & Xu, 2016; Chaturvedula, 2018 и пр.)

Рассматриваемый в данной работе период времени с 2006 по 2017 годы включает в себя период мирового финансового криза 2007-2008 годов и финансового кризиса 2015 года. Предположительно, результаты кросс-листинга компаний могут отличаться в данный временной отрезок по причине возможного влияния экономического шока на стоимость компаний. На основе данного предположения было принято решение разделить выборку для каждого из регионов на две подвыборки, сформулировать две гипотезы на основе времени размещения депозитарных расписок и протестировать выдвинутые гипотезы отдельно.

В первой главе были рассмотрены работы, в которых приводились доказательства двунаправленной передачи информации о шоках и соответствующей волатильности цен на акции и расписки между двумя рынками: зарубежным и внутренним (Poshakwale & Aquino, 2008, Jaiswal-Dale & Jithendranathan, 2009). Учитывая то, что размещенные депозитарные расписки реагируют на потрясения, происходящие на рынках, где компания осуществила кросс-листинг, было бы логично ожидать, что перекрестный листинг во время финансового кризиса может привести к отрицательной аномальной доходности на внутреннем рынке из-за последствий, вызванных кризисом.

Следовательно, с опорой на теорию и вышеописанные предположения, гипотезы данного исследования можно сформулировать следующим образом:

*Гипотеза 1: в среднем при прочих равных выпуск депозитарных расписок в некризисные годы приводит к увеличению стоимости компаний развивающихся стран EMEA*

*Гипотеза 2: в среднем при прочих равных выпуск депозитарных расписок в кризисные годы приводит к уменьшению стоимости компаний развивающихся стран EMEA*

Такие же гипотезы были выдвинуты касательно компаний стран Латинской Америки:

*Гипотеза 3: в среднем при прочих равных выпуск депозитарных расписок в некризисные годы приводит к увеличению стоимости компаний развивающихся стран Латинской Америки*

*Гипотеза 4: в среднем при прочих равных выпуск депозитарных расписок в кризисные годы приводит к уменьшению стоимости компаний развивающихся стран Латинской Америки*

Одним из обоснований формулировки гипотез *H2* и *H4* стало недавнее исследование доктора Рахны Джаин (Jain, 2016), где она рассмотрела влияние на доходность, ликвидность и волатильность акций индийских компаний из-за осуществления перекрестного листинга в период финансового кризиса и обнаружила значительное снижение ликвидности, которое отразилось и на стоимости компаний. Сама исследователь объясняла это худшей интеграцией рынка по сравнению с рынками развитых стран. Так как Индия так же является развивающейся страной, возможно, подобные результаты будут получены для выдвинутых в данной работе гипотез.

При этом существует предположение о том, что рынок справедливо и верно оценивает компанию. Следовательно, должна присутствовать сверхдоходность вокруг даты события кросс-листинга, отличающаяся от нормальной доходности, которая наблюдается в случае отсутствия исследуемого события. Метод анализа событий позволяет проверить данные гипотезы и сделать выводы о том, как в среднем осуществление кросс-листинга отражается на стоимости компании на исследуемом промежутке времени, действительно ли рынок считает, что компания прибавит в стоимости от зарубежного листинга.

Также, если будет обнаружена статистически значимая сверхдоходность, было бы интересно определить, одинакова ли она для двух рассматриваемых регионов. Однако географическое местоположение может, предположительно, по-разному сказываться на экономических результатах стран. Например, у компаний Латинской Америки, скорее всего, будет больше причин размещать депозитарные расписки на биржах США, чем у фирм региона EMEA, из-за разницы часовых поясов и географической близости. Отсюда может последовать и различный эффект кросс-листинга. Это только одна из возможных причин того, что на разных рынках будет наблюдаться разный эффект. Тем не менее, если это предположение будет опровергнуто, это может послужить базой для многих новых исследований. Отсюда вытекает последняя гипотеза данного исследования:

*Гипотеза 5: в среднем при прочих равных эффект кросс-листинга будет одинаков для компаний развивающихся стран EMEA и Латинской Америки*

Если гипотеза подтвердится, то есть основания предполагать, что эффект кросс-листинга в среднем при прочих равных одинаков для компаний развивающихся стран как региона EMEA, так и Латинской Америки.

### **2.1.2 Критерии отбора**

Главной причиной, по которой в исследовании были рассмотрены рынки Латинской Америки и EMEA является их неизученность в рамках исследования эффекта кросс-листинга. В то время как развивающимся рынкам Азии было уделено большое внимание в недавних работах (Busaba, Guo, Sun & Yu, 2015; Jain,2016; Tang et al., 2017; Li, 2017 и другие), рынки Латинской Америки и EMEA игнорируются исследователями, что создает пробел в существующей литературе по данной тематике.

Для включения наблюдения в выборку были установлены следующие критерии отбора:

1. Заграничный листинг осуществлялся компанией из развивающейся страны региона EMEA или Латинской Америки;
2. Компания осуществила размещение депозитарных расписок в период с 2006 по 2017 год включительно;
3. Торги на локальном рынке происходили за 121 торговый день до размещения на заграничной бирже и 10 торговых дней после. Если в день выпуска депозитарной расписки торги не проводились, то такие компании в выборку не включались;
4. Во время окна события не было никаких других событий, которые могли бы вызвать значительную ценовую реакцию и искажать исследуемый эффект;
5. Выпуск имеет идентифицируемую дату вступления в силу.

Период с 2006 по 2017 годы был выбран на основе следующих предположений. Во-первых, он не должен был быть слишком маленьким, чтобы имелось достаточно наблюдений для проведения анализа. Во-вторых, он не должен был быть слишком длинным, чтобы не включать в себя другие периоды волнений на рынке депозитарных расписок, такие как период принятия закона Сарбейнза-Оксли. К тому же, на глобальном финансовом рынке постоянно возникают новые тенденции и механизмы, которые могли бы прямо или косвенно повлиять на эффекты кросс-листинга коренным образом, поэтому в данной работе автор стремился к наиболее актуальным результатам.

В список стран развивающегося рынка EMEA входят Чешская Республика, Египет, Греция, Венгрия, Польша, Россия, Южная Африка, Турция - в соответствии со списком стран, включенных в MSCI Emerging Markets EMEA Index, - а также Катар и Объединенные Арабские Эмираты. Эти две страны не представлены в исследовании, поскольку те немногие наблюдения, которые имелись по данным странам, не отвечали всем шести критериям, описанным выше.

В список стран развивающегося рынка Латинской Америки включены пять стран: Бразилия, Чили, Перу, Колумбия и Мексика, в соответствии с MSCI Emerging Markets Latin America Index.

Выбранный период времени позволяет получить разумное количество наблюдений, на основании которых можно сделать существенные выводы. Временной отрезок также дает возможность разделить образец на две подвыборки: кризисные годы (2007-2008, 2015) и некризисные годы. Это поможет проверить выдвинутые гипотезы *H1* – *H4*, чтобы ответить на вопрос, оказывает ли экономическая нестабильность заметное влияние на процесс заграничного листинга. Такой подход имеет как академические, так и практические применения. С одной стороны, это помогает ответить на вопрос, который мало освещен в литературе, посвященной этой теме. С другой стороны, результаты будут полезны топ-менеджменту корпораций, так как они предоставляют информацию об особенностях перекрестного листинга во время экономической стабильности и кризисного времени, а также могут помочь в принятии верных управленческих решений.

Сначала исходная выборка состояла из всех компаний развивающихся рынков EMEA, разместивших депозитарные расписки в период с 2006 по 2015 год. Список выпусков, а также даты листингов и основные параметры были получены из директории на веб-сайте одной из крупнейших холдинговых компаний по работе с ценными бумагами и управлению активами - Bank of New York Mellon, которая выступает в качестве депозитария для 60% процентов всех спонсируемых депозитарных расписок по всему миру - более 1300 спонсируемых программ депозитарных расписок из 68 стран (Bnymellon.com). В базе данных есть все существующие программы ДР, в том числе управляемые не только Bank of New York Mellon, но и основными конкурентами, такими как Citi Bank и J.P. Morgan Chase & Co.

Следующим шагом было применение к исходной выборке критериев 3-5. Третий критерий, требующий обмена акций в течение определенного периода времени перед листингом, привел к существенному сокращению числа наблюдений, включенных в выборку, поскольку в некоторых случаях компании, в частности, российские, начинали торговлю на внутреннем и внешнем рынках одновременно, и, следовательно, не могли иметь исторических данных до даты события. Очевидно, что такая ситуация не позволит исследовать влияние кросс-листинга на стоимость фирмы, отражающейся на изменениях цены акций на внутреннем рынке.

Что касается четвертого критерия, каждое наблюдение было проверено с помощью продуктов компании Thomson Reuters и базы данных Lexis-Nexis на отсутствие в окне событий параллельно происходящих событий, которые проявили себя именно в это время. Включение в выборку таких наблюдений могло бы привести к неточным результатам.

Проверка последнего, пятого критерия также была проведена с использованием возможностей информационного портала Thomson Reuters Eikon.

### **2.1.3 Общая характеристика выборки**

В итоговую выборку вошло 236 наблюдений, из которых в 91 случае перекрестный листинг осуществляли компании развивающихся стран Латинской Америки, а в 145 – Европы, Ближнего Востока и Африки (см. Приложение А). Очевидно, не все страны представлены в выборке в одинаковом количестве.

Среди развивающихся стран региона EMEA больше всего размещений осуществили компании Южной Африки и Турции (39 и 30 наблюдений соответственно), а меньше всего – Чехия и Венгрия.

Для Латинской Америки особенно заметна доля бразильских компаний (56 наблюдений). Это не удивительно, так как Сан-Паулу является крупнейшим деловым центром Латинской Америки, который привлекает большие потоки зарубежных инвестиций. На втором месте Мексика – 22 наблюдения, далее следуют Колумбия, Чили и Перу (7, 4 и 2 размещения соответственно).

На обоих рынках депозитарные расписки, в основном, выпускались в отношении 1:1 к акциям компании, следовательно, одна размещенная расписка представляла собой одну акцию компании на внутреннем рынке. Тем не менее, были и многие другие соотношения, например, 1:1500 (чилийский банк «Itau CorpBanca»), 1:5000 (ПАО «Татнефть»).

Почти треть (30,7%) выпущенных депозитарных расписок в развивающихся странах Латинской Америки были размещены на NYSE или Nasdaq, что, возможно, объясняется географической близостью и схожими часовыми поясами. Тем не менее, в обоих регионах большая доля размещений была осуществлена на OTC.

Компании в выборке также различаются по отраслям, но эти отрасли, в целом, одинаковы для обоих регионов. Заметно, что высока доля компаний, которые являются банками или оказывают услуги, связанные с финансами или инвестициями в недвижимость; которые занимаются горной, строительной, пищевой или нефтегазовой промышленностью; которые являются крупными ритейлерами.

Разница между наблюдениями двух регионов, на которую нужно обратить внимание, - это доля неспонсируемых выпусков. Если в Латинской Америке она составила всего 4,4%, то в регионе EMEA – 59% (86 наблюдений). Также в странах Латинской Америки в большей доле наблюдений происходило увеличение капитала: 19,8% против 8% в странах EMEA.

Что касается кризисного периода, то 35 размещений депозитарных расписок происходили в кризисные годы для развивающихся стран EMEA и 20 – для развивающихся стран Латинской Америки. Несмотря на то, что 20 наблюдений недостаточно для того, чтобы считать выборку большой, с небольшим количеством наблюдений работала Яворская А.В. (2013), исследуя эффект кросс-листинга для российских компаний в кризисные годы, причем, нормальность кумулятивных средних показала, что для этой малой выборки метод анализа событий был допустим. Соответственно, есть основания также исследовать и малую подвыборку, сформированную в данной работе.

Что касается России, то в выборку вошли 24 размещения ДР российскими компаниями. Интересно отметить, что многие фирмы из России сначала размещались за рубежом или осуществляли листинг на зарубежном и отечественном рынках одновременно, поэтому они не были включены в выборку. Интересно отметить, что в год непосредственно перед кризисом и начале кризиса российские компании наиболее активно выходят на иностранный фондовый рынок. Этот тренд противоположен росту количества наблюдений кросс-листинга после 2008 года в Южной Африке, где фирмы стали активнее размещаться на иностранных рынках из-за принятых вследствие экономического шока мер по либерализации рынка: смягчения контроля, упрощения правил трансграничных денежных переводов, устранения различных ограничений.

## **2.2 Методология исследования**

### **2.2.1 Метод событий**

В соответствии со многими исследованиями, описанными в первой главе, для анализа был выбран метод событий (event study). Этот метод обычно используется как в финансах, так и в экономике, когда необходимо измерять не только взаимосвязь, но и влияние определенного события на стоимость фирмы. Метод событий представляет собой определенный алгоритм, который сводится к проверке некоторой статистической гипотезы, которая соответствует утверждению о том, что событие, не ожидаемое рынком, вызвало изменение в значениях определенного случайного процесса на относительно коротком промежутке времени. Event Study распространен в исследованиях, связанных с конкретными событиями внутри компании, такими как объявление о дивидендах и доходах, слияние и поглощение, отставка генерального директора, а также с внешнеэкономическими событиями, такими как дефицит торгового баланса, банкротство компании-конкурента, введение новых законодательных актов и т.д.

Считается, что методология берет начало из исследования, опубликованного Джеймсом Долли еще в 1933 году, в котором он изучил изменения номинальных цен акций при их дроблении (MacKinlay, 1997). В более поздних работах, где использовался event study, уровень сложности техники возрастал. Эти усовершенствования были необходимы, чтобы устранить некоторые ограничения, характерные для ранних исследований, в частности, чтобы иметь возможность проверить более конкретную гипотезу, а также избежать нарушения определенных статистических предположений. Исследование самой методологии анализа событий активно началось в 1980-х годах (Kothari & Warner, 2007). Из ранних работ, которые охватывают широкий круг вопросов касательно технологии event study, можно отметить исследования Брауна и Уорнера (Brown & Warner, 1980, 1985) и работу МакКинли (MacKinlay, 1997). В настоящее время десятки статей изучают статистические свойства метода исследования событий.

Хотя метод исследования событий широко используется в академических кругах и действительно удобен для целей нашего исследования, как и большинство статистических инструментов, он основан на многих предположениях. Важно осознавать их, поскольку они могут не всегда соответствовать реальности и, следовательно, могут приводить к предвзятым результатам. Ниже приведены ключевые допущения, которые делают использование метода значимым.

Во-первых, метод событий предполагает умеренную, или среднюю, форму рыночной эффективности, что означает, что финансовый рынок полностью и мгновенно отражает всю общедоступную информацию, а не только историческую динамику показателей. Тем не менее, в контексте развивающихся рынков, которым посвящена данная работа, некоторые исследования рассматривают и слабую форму эффективности (Seddighi and Nian, 2004; Mobarek & Mollah, 2008).

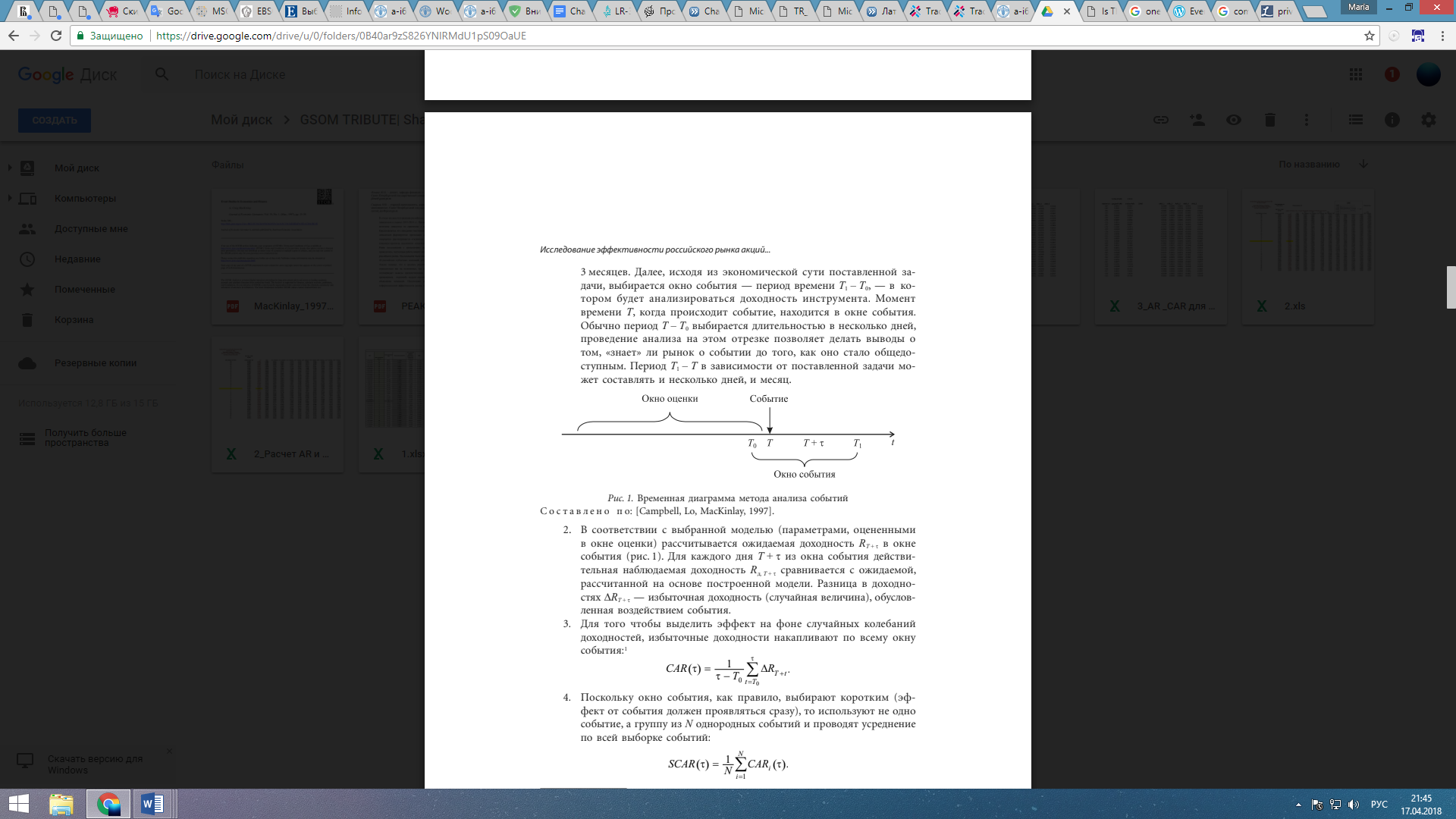
Во-вторых, методология предполагает, что интересующее событие изучается в изоляции от других событий, что подразумевает отсутствие во время окна события параллельных событий, которые могут оказать существенное влияние на исследуемую случайную величину. Поэтому одним из критериев отбора компаний для выборки была проверка на отсутствие параллельно происходящих событий для того чтобы избежать появления данной проблемы. К тому же, при выборе слишком длинного окна событий может быть трудно отделить влияние рассматриваемого события от влияния других событий, которые могут проявить себя именно в это время. Данный вопрос относится к выбору длины окна события, о котором далее в работе будет рассказано подробнее.

Третье предположение, лежащее в основе методики исследования событий, состоит в том, что событие, представляющее интерес, должно быть непредвиденным. Инвесторы будут реагировать на любую утечку информации до даты события, и цена акций будет соответственно изменяться. В результате часть эффекта нельзя будет определить через сверхдоходность, и масштаб события будет измерен неточно. Поэтому правая граница окна оценивания должна заканчиваться так, чтобы исключить возможность появления любой информации об исследуемом событии. Однако, как будет показано далее, способ определения того, что является датой события, не гарантирует универсальность данного предположения.

Наконец, не существует универсального подхода определения модели нормальной доходности и длины окна исследования и окна события. К тому же, использование разных индексов для подсчета ожидаемых доходностей дает различные результаты.

Вышеизложенные предположения не означают, что метод исследования событий не может быть применен в нашем случае. Тем не менее, важно иметь в виду их существование и учитывать их при интерпретации результатов эмпирического исследования. При реализации метода предполагается, что событие влияет на стоимость компании, на ее будущие денежные потоки и рыночную стоимость её акций. В данном исследовании предполагается, что рынок справедливо и верно оценивает компанию, поэтому следует ожидать наличие избыточной доходности вокруг даты события кросс-листинга, то есть, доходность будет отличаться от той, которая наблюдается в случае отсутствия такого события.

Для проведения эмпирического исследования при помощи метода анализа событий необходимо определиться с главными изучаемыми промежутками времени, на оценке которых базируется данная методология (рис. 2.1.).



**Рис. 2.1.** Временнáя диаграмма метода event study

*Источник: Окулов, В. Л. (2010)*

Следующие разделы посвящены описанию алгоритма event study, используемого в работе, а именно: определение интересующего события; оценка аномальных возвратов, произошедших в окне событий, и проверка их значимости.

### **2.2.2 Определение исследуемого события**

Поскольку в работе исследуется влияние осуществления выпуска депозитарных расписок на рыночную стоимость фирмы, логично предположить, что за исследуемое событие следует взять именно размещение данных расписок. Однако, как показал анализ существующих исследований, необходимо сделать выбор между двумя датами: датой, когда информация компании о потенциальном перекрестном листе была предоставлена ​​рынку, и собственно датой листинга, когда размещение депозитарных расписок фактически имело место. На данный момент в литературе нет единого мнения касательно данного выбора.

Среди академиков, сделавших выбор в пользу даты объявления о намерении кросс-листинга, были Миллер, Доукас и Швитцер, Сальва, Розенбум и ван Диик, Аделеган (Miller, 1998, Doukas & Switzer, 2000, Salva, 2003, Roosenboom & van Dijk, 2009; Adelegan, 2003) и другие. Решение использовать дату объявления основывается на предположении об умеренной форме эффективности рынка, которая, как было упомянуто ранее, наиболее часто принимается в работах, использующих метод событий. Это означает, что цены акций мгновенно реагируют на новую общедоступную информацию. Учитывая, что объявление о событии и является первой публикацией информации о кросс-листинге, предположение об использовании именно даты объявления как даты события является логичным и оправданным.

С другой стороны, дата осуществления листинга принимается подавляющим большинством исследователей (Leal et al., 1998; Martell, Rodriguez and Webb, 1999; Foerster & Karolyi, 1999; Mittoo, 2003; Sarkissian & Schill, 2009; Bris et al., 2012). В разных работах представлены различные причины данного выбора, однако они сводятся к одному утверждению: при выборе даты первого объявления о кросс-листинге как даты события сбору данных для анализа сопутствует множество проблем. Среди них:

*Недостаток информации*

Данная проблема относится, в частности, к ранним исследованиям или работам, в которых используется выборка за несколько десятков лет. Основная база данных для сбора информации об объявлениях компаний – Lexis-Nexis, включает в себя сотни информационных ресурсов, однако лишь немногие из них охватывают период до 1980 года. К тому же, данную проблему отмечают исследователи специфических рынков, например, субсахарской Африки (Adelegan, 2009).

*Точная идентификация первого объявления*

Нет гарантии, что до объявления не произошло утечки информации. К тому же, сложно определить, какое из объявлений было первым, если компания несколько раз информировала рынок как о намерении осуществления кросс-листинга, так и об отмене данного решения.

*Новости могут быть опубликованы на других языках, кроме английского, и могут потребовать перевода*

Данная проблема особенно актуальна для компаний из развивающихся стран, которые ранее не вели активную деятельность за рубежом и малоизвестны на международных рынках. Для организации так называемых roadshow и презентаций для иностранных инвесторов требуется время, поэтому дата реакции зарубежных инвесторов может не совпадать с датой анонсирования выпуска.

*Неопределенность фактического осуществления листинга*

Вполне вероятно, что объявленный перекрестный листинг будет отложен или отменен. Например, компания Grand Metropolitan объявила о намерении перекрестного листинга 1 ноября 1989, после чего дважды объявляла о том, что решение отложено: в 1990 и 1991 годах. Как итог, компания осуществила кросс-листинг только 13 марта 1991 года (Foerster & Karolyi, 1999). Компания может изменить свое мнение из-за внешних факторов, таких как неблагоприятные рыночные условия, или из-за внутренних факторов, таких как изменение стратегии компании. Пока существует неопределенность, инвесторы будут учитывать это и соответственно корректировать свое поведение. Это приводит к невозможности точного анализа.

Таким образом, несмотря на то, что дата объявления о решении разместить акции на иностранной бирже представляется адекватным решением с теоретической точки зрения, этот выбор может повлечь множество трудностей и неопределенностей в процессе исследования. С другой стороны, дата листинга является определенной и точной, но есть риск потерять часть эффекта кросс-листинга, который имел место, когда информация стала общедоступной впервые. После анализа обеих альтернатив было принято решение использовать фактическую дату размещения ценных бумаг компаниями как дату события.

### **2.2.3 Определение длины окна события**

Следующим шагом в алгоритме изучения событий является выбор окна события. Он определяется как период времени, в течение которого будут изучаться цены акций фирмы, вовлеченной в интересное событие.

Длина окна события зависит от типа события, ожиданий относительно продолжительности эффекта и частоты данных. Исследователи выбирают длинные окна, вплоть до нескольких лет, когда событие, как ожидается, оказывает потенциально долгосрочный эффект на исследуемый случайный процесс. Примером могут послужить исследования слияний и поглощений: в работе Агравал, Джефри и Гершон (Agrawal, Jeffrey & Gershon, 1992), в которой измерялись долгосрочные аномальные доходности после слияний и поглощений, было определено пятилетнее окно событий. Другая крайность заключается в том, чтобы включить только один день в окно события, если исследуется реакция рынка на событие, которое не должно оказывать долгосрочное влияние. Такое решение основано на предположениях, что, во-первых, более короткий период событий позволяет лучше оценивать влияние информации о ценах акций, поскольку это уменьшает возможность других смешающих факторов. Во-вторых, это также увеличивает силу статистических испытаний. Однодневное окно событий используется, например, в работе Акуисти, Фридман и Теланг (Acquisti, Friedman & Telang, 2006) для анализа влияния инцидентов, связанных с нарушением конфиденциальности в компании, на ее рыночную стоимость. Однако обычно окно событий увеличивается до нескольких дней, по крайней мере за один день до и после события. Например, 3-дневное окно событий использовалось в работах, где исследовалась реакция рынка на объявления об изменении дивидендов (Altiok-Yilmaz et al., 2010; Andres et al., 2013).

Когда окно событий слишком велико, возможно, тяжело будет отделить влияние рассматриваемого события от влияния других событий, которые могут происходить в рассматриваемый период. В результате аномальные доходы могут быть пере- или недооценены. Напротив, если окно событий слишком короткое, часть эффекта может быть потеряна по ряду причин. К примеру, утечка информации может вызвать реакцию инвестора до даты события.

Анализ академических работ показал, что средняя длина окна события, используемая исследователями, составляет 21 день (10 дней до даты события и 10 дней после). Такое окно события используется в работах Ахарони и Швари (Aharony & Swary, 1980), Аделеган (Adelegan, 2003), Адамс, Брау и Холмс (Adams, Brau & Holmes, 2007) и многих других. В своей работе по оценке влияния кросс-листинга на рыночную стоимость российских компаний Яворская А.В. (2013) также использовала 21-дневное окно событий.

Таким образом, для того чтобы быть в соответствии с обычной практикой исследования кросс-листинга в литературе и избегать двух вышеупомянутых крайностей, для анализа было выбрано 21-дневное окно события [-10; +10], которое включает день листинга, 10 торговых дней до него и 10 торговых дней после него.

Когда выбрано окно события, можно продолжить расчет доходностей акций, наблюдаемых в течение этого периода времени. Поскольку в работе используется относительно короткое окно событий, и исследуемое событие, как ожидается, не будет иметь длительное влияние на цену акций, целесообразно анализировать ежедневные доходности. В финансовой теории и финансовом моделировании может использоваться логарифмическая доходность, а не процентная, поскольку она предоставляет ту же информацию, может быть экономически более содержательной и обладает всеми необходимыми теоретическими свойствами. Формула для вычисления логарифмической доходности следующая:

1. ,

где *Pt* – цена акции в момент времени t. *Rt* может принимать значения от «минус» до «плюс бесконечности».

### **2.2.4 Выбор модели нормальной доходности**

Методология анализа событий основана на использовании модели нормальной доходности. Выбор модели нормальной доходности является одним из аспектов методологии изучения событий, который вызывает споры среди академиков. Существующие модели нормальной доходности могут быть сгруппированы в две категории: статистические и экономические. Статистические, или как их еще называют, эконометрические модели, основываются на статистических предположениях о поведении доходностей.

Основное предположение, которое достаточно для того, чтобы вышеупомянутые модели были правильно определены, заключается в том, что доходность имеет нормальное распределение и независимо и равномерно распределена во времени. К эконометрическим относят следующие модели:

*Модель постоянной ожидаемой доходности*

Эту модель относят к так называемым факторным моделям. Модель имеет вид:

(2) *Rit = µi + εit*,

где *Rit* – доходность i-той акции в момент t, *µi* – средняя доходность акции i, εit – гауссовский белый шум с нулевым математическим ожиданием и среднеквадратическим отклонением σ. Из формулы видно, что модель предполагает, что ожидаемые доходности у каждой компании различается, но во времени постоянны. Поэтому для вычисления «нормальных» доходностей достаточно оценить среднее арифметическое в окне оценивания.

*Рыночная модель*

Впервые рыночная модель оценки избыточной доходности была использована в известной работе Фама, Фишер, Дженсен и Ролл (Fama, Fisher, Jensen & Roll, 1969) и в настоящее время широко применяется в исследованиях, использующих метод анализа событий. Модель постоянной доходности является разновидностью рыночной модели, которая имеет следующий вид:

(3) *Rit =* αi + βi*RIt + εit*,

где *Rit* – доходность i-той акции в момент t, *RIt* – доходность рыночного индекса в момент t, εit – гауссовский белый шум, α, β- неизвестные параметры, подлежащие оцениванию. В отличие от модели с постоянной средней доходностью, рыночная модель не предполагает временное постоянство средней доходности. В этом случае вычисление нормальной доходности требует оценки параметров с помощью регрессионного анализа.

Экономические модели основаны на предположениях относительно поведения инвесторов. К ним относятся модель ценообразования капитальных активов (CAPM) и модель арбитражного ценообразования (APT),

*Модель CAPM*

Модель CAPM была представлена Уильямом Шарпом еще в 1964 году и основана на современной теории портфелей, разработанной Гарри Марковицем. В нем говорится, что ожидаемая доходность актива, который должен быть добавлен в хорошо диверсифицированный портфель с учетом рыночного риска, может быть рассчитан по следующей формуле:

(4) *Е[Rit]=rf+βiM (E[RMt]-rf),*

где *Е[Rit]* – ожидаемая ставка доходности актива *i* в момент *t*, *rf*- безрисковая ставка, *βiM* - коэффициент чувствительности актива к изменениям рыночной доходности *RMt*, выраженный как ковариация доходности актива *Rit* с доходностью всего рынка *RMt* по отношению к дисперсии доходности всего рынка σ2(*RMt*) в момент *t*, *E[RMt]* -ожидаемая доходность рыночного портфеля в момент t. CAPM представляет собой однофакторную модель определения цены актива, с наличием одного *β.*

*Модель APT*

Модель арбитражного ценообразования – многофакторная модель, в которой предполагается, что ожидаемую доходность можно смоделировать с использованием линейной функции различных макроэкономических факторов, и чувствительность к изменению каждого фактора выражена соответствующим коэффициентом *β*:

(5) *Е[Ri]=rf + βj1RP1 + βj2RP2 +…+ βjnRPn,*

где *RPk* - премия за риск фактора, *rf*- безрисковая ставка.

Согласно модели, если цена акции отклоняется от равновесной, возможности арбитража немедленно используются участниками рынка, что возвращает цены на прежнее место. Использование многофакторной модели APT, предположительно, должно дать более правильную картину, чем использование однофакторной CAPM. Однако это предположение верно нечасто, поскольку было установлено, что наиболее важным фактором в уравнении APT является именно показатель доходности рынка, а другие факторы добавляют относительно мало объясняющей силы (Brown & Warner,1980).

Вышеописанные четыре модели чаще всего используются для измерения нормальной доходности, каждая имеет свои преимущества и недостатки. В то время как исследователи продолжают использовать различные модели нормальной доходности, в литературе, посвященной кросс-листингу, обычно используется рыночная модель (Miller, 1999; Korczak and Bohl, 2005; Chen, Dong, Chen & Xu, 2016).  Несмотря на то, что некоторые работы используют модель CAPM (King & Segal, 2004), она предполагает использование априорных ожидаемых значений переменных при имеющихся апостериорных фактических значениях. Поэтому оценки доходности в данном случае потенциально содержат ошибки, что служит причиной для критики ее использования (Fama & French, 2006). По этим причинам было принято решение использовать в работе именно эту модель. Выбранная рыночная модель предполагает линейную зависимость (и ее сохранение) между рыночной доходностью и доходностью сравниваемой ценной бумаги. С помощью метода МНК, который основывается на сумме минимизации квадратов ошибок и обычно используется для оценки линейной регрессии, можно получить неизвестные показатели αi и βi.

Что касается *RIt* в модели, общепринятой практикой является использование в качестве рыночного фактора соответствующего индекса фондовой биржи, при допущении, что эти два показателя приблизительно равны. Поскольку мы имеем дело с компаниями из 13 разных стран, мы должны выбрать соответствующий индекс для каждой из стран. При выборе индекса важно, чтобы он измерялся в местной валюте, чтобы он был сопоставим с котировками акции компаний. После тщательного изучения различных национальных показателей, имеющихся в Thomson Reuters, были отобраны главные биржи стран исследуемых компаний:

Для развивающихся стран EMEA:

* + - * Венгрия – *Budapest Stock Exchange Index;*
      * Греция – *Athens Stock Exchange General Index;*
      * Египет – *Egyptian Exchange EGX 30 Price Index;*
      * Польша – *WIG20 Poland Index;*
      * Россия – *Индекс МосБиржи (MOEX Index);*
      * Турция – *Borsa Istanbul 100 Index;*
      * Чехия *– Prague Stock Exchange Index;*
      * ЮАР – *JSE Africa All Share Index.*

Для развивающихся стран Латинской Америки:

* + - * Бразилия – *Sao Paulo Stock Exchange Index;*
      * Чили – *Santiago Stock Exchange General Index;*
      * Перу –*Lima Stock Exchange General Index;*
      * Колумбия – *Colombia Stock Exchange Index;*
      * Мексика – *Mexican Stock Exchange IPC Index.*

### **2.2.5 Определение окна оценивания**

В данной работе важным шагом при реализации методики является определение временных рамок не только окна события, но и окна оценивания. Процесс выбора оценочного периода, в целом, мало отличается от процесса выбора длины окна события. Длина окна оценивания должна быть достаточно большой, чтобы была возможность адекватно оценить параметры выбранной модели нормальной доходности. Однако на слишком большом промежутке информация по доходностям может быть доступна не по всем компаниям. Это может существенно сократить выборку.

Таким образом, правая граница окна оценивания должна заканчиваться так, чтобы возможность появления любой информации о событии была исключена. Левая граница должна устанавливаться таким образом, чтобы информации для оценивания было достаточно, и она была актуальной для исследования. Для проверки гипотезы о влиянии кросс-листинга на стоимость компании для каждой компании оцениваются коэффициенты выбранной рыночной модели в течение 100 дней в промежуток времени [-120; -21] дней. Десятидневный разрыв между окном оценивания и окном события решено было использовать для того, чтобы избежать ситуации, когда результаты могли быть искажены из-за утечки информации о событии.

### **2.2.6 Сверхдоходность и агрегированная доходность**

Основываясь на полученных оценках параметров β и α, строятся прогнозные значения нормальных доходностей для всех дней окна события и рассчитываются сверхдоходности. Это понятие является центральным для метода событийного анализа. Избыточная доходность, или сверхдоходность, определяется как разница между фактической доходностью в окне события и ожидаемой доходностью. Исходя из полученных данных по сверхдоходностям компании в каждый день окна события, можно рассчитать средние избыточные доходности и кумулятивные избыточные доходности по всей выборке. Кумулятивная, или агрегированная, сверхдоходность за определенный промежуток времени представляет собой сумму всех избыточных доходностей, наблюдаемых в каждый день этого периода. Положительное значение кумулятивной сверхдоходности указывает на то, что событие влечет за собой увеличение стоимости компании, а отрицательное значение указывает на потерю в стоимости.

Аномальный доход рассчитывается для каждого дня окна события по следующей формуле:

(6)

где – сверхдоходность i-той фирмы в момент времени t, – фактическая доходность в момент времени t, – ожидаемая согласно выбранной модели доходность.

Поскольку рыночная модель была выбрана для расчета нормального возврата, формула имеет следующий вид, если предполагается, что параметры нормальной модели известны:

(7) ,

и следующий вид, если параметры неизвестны, и необходимо оценить параметры рыночной модели:

(8)

Предполагается, что ошибки рыночной модели имеют нормальное распределение, так как являются белым шумом. Отсюда можно считать, что при использовании рыночной модели нормальной доходности сверхдоходность, которая, собственно, и является остатками модели, распределена по нормальному закону c нулевым средним и дисперсией, равной:

(9)

При большой длине окна оценивания величина второго слагаемого в формуле стремится к 0 и дисперсия избыточной доходности стремится к дисперсии ошибки рыночной модели. Предполагается, что если рынок никак не реагирует на событие, то как закон распределения избыточной доходности, так и его параметры должны быть одинаковыми на окне события и на окне оценивания.

При агрегировании доходности по времени используется понятие «кумулятивная сверхдоходность» (CAR). Оценка для теоретической агрегированной CAR для всех *t* от *t1* до *t2* имеет вид:

(10) ,

где .

Если рынок не реагирует на событие, то кумулятивная доходность акции будет иметь нормальный закон распределения с указанными параметрами:

(11)

При указанных в работе допущениях можно утверждать, что законы распределения избыточной и кумулятивной избыточной доходностей известны.

Далее следует провести расчёт выборочной средней сверхдоходности, или AAR (average abnormal return) по каждой компании. Для этого используется следующая формула:

(12) ,

где – средняя избыточная доходность на момент времени t, *N* – число наблюдений.

AAR считается отдельно для каждой из подвыборок. Оценка дисперсии выборочной средней избыточной доходности находится по формуле:

(13)

На следующем шаге можно агрегировать AAR внутри окна события в виде кумулятивной средней избыточной доходности для каждой бумаги i:

(14) ,

где – кумулятивная средняя избыточная доходность в промежутке времени [*t1,t2*]. В случае данного исследования период времени [*t1,t2*] составляет 21 день: [-10;10].

Формула дисперсии CAAR имеет следующий вид:

(15)

Совокупная средняя избыточная доходность явно демонстрирует аномальную динамику цен и позволяет делать выводы о влиянии рассматриваемого события на стоимость фирмы. Значение CAAR больше нуля можно интерпретировать как доказательство того, что событие приводит к увеличению рыночной стоимости компании. Обратно, когда эта величина отрицательна, считается, что событие приводит к уменьшению рыночной стоимости рассматриваемой компании.

### **2.2.7 Проверка на значимость**

После выполнения всех расчетов можно переходить к процедуре проверки статистических гипотез. Это подразумевает проверку гипотезы о том, что математическое ожидание средней избыточной доходности значимо отличается от нуля:

*H0: E[] = 0*

*Ha: E[] ≠ 0*

Альтернативно, для агрегированной средней избыточной доходности необходимо проверить гипотезу о том, что теоретическое математическое ожидание Е[CAR] равно 0:

*H0: E[] = 0*

*Ha: E[] ≠ 0*

Так как проверка двух наборов гипотез приводит к одному и тому же результату, достаточно проверить гипотезу о том, что математическое ожидание средней избыточной доходности значимо отличается от нуля. Для этого используется предположение о независимости доходностей между компаниями и во времени. Нулевая гипотеза заключается в том, что математическое ожидание сверхдоходности *E*[] равно 0, что означает, что событие не влияет на доходность ценной бумаги компании.

В классическом методе анализа событий для проверки этой гипотезы можно считать, что данная статистика распределена по нормальному закону с нулевым математическим ожиданием и единичной дисперсией при условии, что N достаточно велико. При небольшом же объеме выборки выборочная статистика будет иметь распределение Стьюдента. Для вычисления тестовой t-статистики используется следующая формула:

(16) *,*

где - оцененное среднеквадратическое отклонение средней избыточной доходности.

Гипотеза подразумевает двухстороннюю критическую область с критическими значениями, полученными из таблицы распределения Стьюдента с уровнем значимости α и N-1 степенями свободы, если количество наблюдений меньше 30. Если же N>30, то можно считать, что выборочная статистика распределена по стандартному нормальному закону распределения (E[Z(AARt]=0, V[Z(AARt]=1].) Для данного исследования был выбран 5%-ный уровень значимости.

На основе полученных результатов можно сделать выводы о статистической значимости средних избыточных доходностях в каждый день окна события и интерпретировать полученные результаты в рамках выдвинутых в работе гипотез.

## **Выводы по главе 2**

Данная глава посвящена описанию используемой в работе методологии.

Есть основания ассоциировать рост доходности акций компаний, разместивших ценные бумаги за рубежом, с увеличением рыночной стоимости этих компаний. В соответствии с работами других исследователей в данной работе было принято решение использовать именно изменение доходности акций как прокси-показатель изменения оценки рынком фирмы.

В итоговую выборку вошло 236 наблюдений, из которых 91 – для Латинской Америки, а в 145 – для EMEA. В соответствии со многими исследованиями для анализа был выбран метод событий (event study). Под исследуемым событием было определено непосредственное размещение компанией депозитарных расписок. На основании анализа публикаций было принято решение произвести оценку параметров нормальной доходности на коротком по длине окне оценивания [-120;-21] и исследовать 21-дневное окно события [-10;10]. Для оценки нормальной доходности была выбрана рыночная модель. Решения, принятые на каждом этапе алгоритма метода исследования события позволят получить результаты, которые дадут основание принять или опровергнуть выдвинутые гипотезы.

# **ГЛАВА 3. РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Глава посвящена анализу результатов, полученных в ходе эмпирического исследования, которое состояло из метода анализа событий и проверке гипотезы о равенстве средних избыточных доходностей. Применение этих двух статистических методологий предоставляет возможность ответить на вопросы, поставленные во второй главе исследования: увеличивает ли перекрестный листинг оценку фирм развивающихся рынков EMEA и Латинской Америки и в одинаковой ли мере. Данная глава состоит из трех частей: результатов, полученных при использовании метода анализа событий для компаний развивающихся стран EMEA и для компаний развивающихся стран Латинской Америки; результатов проверки на нормальное распределение AAR; результаты проверки гипотезы о статистическом равенстве полученных средних сверхдоходностей для двух этих рынков. В первых двух подглавах представлены результаты для региона сначала для некризисного временного периода, а далее для периода мирового финансовоого кризиса 2007-2008 годов и кризиса 2015 года, для того, чтобы подчеркнуть разницу между влиянием кросс-листинга на оценку стоимости компаний в период шока и в период относительной стабильности. Далее представлены итоги проверки полученных средних избыточных доходностей на нормальное распределение и статистическое равенство.

## **3.1 Результаты, полученные при анализе компаний стран региона EMEA**

### **3.1.1 Некризисный экономический период**

Ниже представлены результаты исследования методом событий на выборке компаний развивающихся стран региона EMEA для проверки первой гипотезы исследования: *H1: выпуск депозитарных расписок в некризисные годы приводит к увеличению стоимости компаний*. Главным образом выводы основываются на показателях средней сверхдоходности и кумулятивной сверхдоходности, наблюдаемых в окне событий.

Для наглядности на рис. 3.1 и 3.2 представлены графики поведения средней избыточной доходности (AAR) и накопленной средней избыточной доходности (CAAR) в окне события.

**Рисунок 3.1** График средней избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран EMEA, осуществивших выпуск депозитарных расписок в некризисный период (для событийного окна в 21 день)

Как видно из рис.1, средняя сверхдоходность значительно варьируется в течение событийного окна. Минимальное значение получено в первый день после осуществления заграничного листинга (-0,12%), что, возможно, объясняется некоторым смятением рынка в момент собственно размещения депозитарных расписок. Своего максимума значение средней сверхдоходности достигло за три дня до кросс-листинга (0,34%). Можно отметить временной период t=1, в котором избыточная доходность была значимо отрицательной, а значит, в рынок негативно реагировал на событие. Однако ясно, что, несмотря на эти колебания, средняя избыточная доходность была больше нуля в большинстве дней окна событий (15 из 21) и, следовательно, сигнализируют о положительной реакции рынка на перекрестный листинг в течение некризисного периода.

Результаты тестирования гипотез согласуются с приведенным выше утверждением, поскольку, все статистически значимые средние аномальные доходности имеют значение выше нуля. В частности, AAR значимо отличаются от нуля в момент t = -8 (0,23%), t = -6 (0,27%), t = -3 (0,35%), и t = 10 (0,28%) при уровне значимости 5% и в момент времени t = 6 (0,20%) и t=7 (0,21%) при уровне значимости 10% (см. Приложение Б). Интересно отметить, что большинство статистически значимых положительных значений средней избыточной доходности наблюдалось до совершения кросс-листинга, в то время как в день события показатель сверхдоходности в среднем составлял -0.06%, а затем -0.12% на следующий день. Такая динамика может быть объяснена распространением слухов о возможном выпуске депозитарных расписок или утечке информации до события.

**Рисунок 3.2.** График средней кумулятивной избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран EMEA, осуществивших выпуск депозитарных расписок в некризисный период (для событийного окна в 21 день)

В свою очередь, график кумулятивной средней избыточной доходности иллюстрирует, что эта средняя сверхдоходность в каждом моменте времени t принимает положительные значения и имеет тенденцию возрастания на окне события, несмотря на близость значения CAAR в первые два дня окна события. Кумулятивная средняя доходность достигает своего максимума (2,339%) в момент времени t=10, то есть, к концу выбранного окна события.

### **3.1.2 Период мирового финансового кризиса**

На рис. 3.3 и 3.4 показаны AAR и CAAR компаний, осуществивших размещение в кризисный период.

**Рисунок 3.3.** График средней избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран EMEA, осуществивших выпуск депозитарных расписок в кризисный период (для событийного окна в 21 день)

Несмотря на близкое к нулю значение в момент события, в следующий день значение средней избыточной доходности уже значимо отрицательное (-0,22%). Несмотря на статистически значимые положительные значения при t=-1 (0,44%), t=6 (1,26%), максимальное значение AAR в окне события), AAR меньше нуля в большинстве моментов времени и достигает минимума в t=-2 (-1,48%). Статистически значимые отрицательные значения присутствуют на всем промежутке окна события (t=-6; -2; 4; 5;10).

**Рисунок 3.4.** График средней кумулятивной избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран EMEA, осуществивших выпуск депозитарных расписок в период кризиса (для событийного окна в 21 день)

CAAR демонстрирует значимую отрицательную тенденцию с минимумом в точке t=5 (-5,29%). Это дает основания не принимать гипотезу *Н2: выпуск депозитарных расписок в кризисные годы приводит к уменьшению стоимости компаний развивающихся стран EMEA.* Этот факт соответствует предположению о передаче волатильности между рынком ДР и внутренним рынком и результатам подобных исследований (Яворская, 2013; Jain, 2016).

## **3.2 Результаты, полученные при анализе компаний стран Латинской Америки**

### **3.2.1 Некризисный экономический период**

Графики на рис. 3.6-3.7 отражают, соответственно, динамику AAR и CAAR, полученных при проверке гипотезы *H3: выпуск депозитарных расписок в некризисные годы приводит к увеличению стоимости компаний развивающихся стран Латинской Америки.*

**Рисунок 3.5.** График средней избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран Латинской Америки, осуществивших выпуск депозитарных расписок в некризисный период (для событийного окна в 21 день)

Из рис. 3.5, где приведен график средних избыточных доходностей компаний развивающихся стран Латинской Америки, видно, что в большинстве случаев значения AAR отличаются от нуля в положительную сторону. Максимальное значение достигается в точке t=-3 (0,55%), но еще в четырех моментах времени средняя сверхдоходность больше 0,4% (t=-9; -2; 2; 9) и значима при 5%-м уровне значимости.

**Рисунок 3.6.** График средней кумулятивной избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран Латинской Америки, осуществивших выпуск депозитарных расписок в некризисный период (для событийного окна в 21 день)

Кумулятивная средняя избыточная доходность в некризисный период, как можно заметить, больше нуля на всем временном промежутке и достигает значения 3,43%. Так как результаты значимы при заданном уровне значимости (5%), можно предположить, что существует позитивная тенденция изменения доходности при размещении депозитарных расписок на зарубежных рынках.

### **3.2.2 Период мирового финансового кризиса**

Ниже представлены результаты, полученные при анализе размещений компаний Латинской Америки в период кризиса 2007-2008 годов и 2015 года (рис. 3.7-3.8):

В первые дни окна события наблюдаются положительные средние избыточные доходности. Однако в последующие дни наблюдается отрицательная тенденция в большинстве наблюдений. В следующих моментах времени t значения AAR оказались значимы: t=-5 (-0,65%), t=-1 (-0,68%), t=1 (-0,52%), t=3 (-0,52%), t=4 (-0,92%), t=7 (-0,89%), t=8 (-0,51%) а также t=-4 (-0,28%), t=10 (-0,28%) при 10%-м уровне значимости.

**Рисунок 3.7.** График средней избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран Латинской Америки, осуществивших выпуск депозитарных расписок в период кризиса (для событийного окна в 21 день)

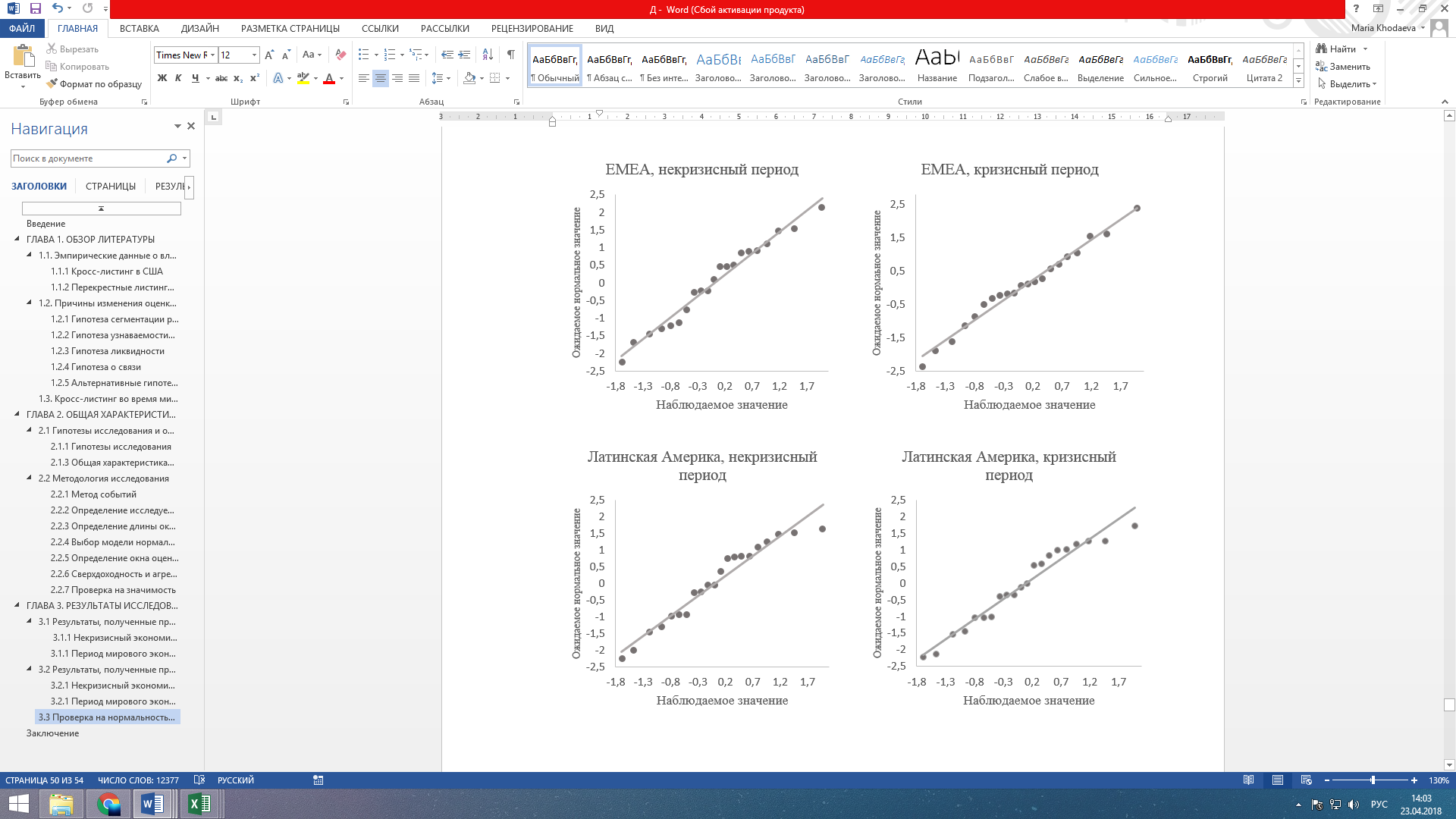
Максимальное значение достигается в t=6 (0,41%), минимальное – в моменты времени t=4 (-0,92%), t=7 (-0,89%). Уже можно заметить, что для EEMEA, так и для развивающихся стран Латинской Америки диапазон значений в кризисный период больше, чем для некризисного периода, почти в два раза. Вероятно, этот факт мог быть обусловлен общей экономической нестабильностью данных рынков в кризисное время.

**Рисунок 3.8.** График средней кумулятивной избыточной доходности для акций компаний развивающихся стран Латинской Америки, осуществивших выпуск депозитарных расписок в период кризиса (для событийного окна в 21 день)

На четвертый день окна события кумулятивная средняя сверхдоходность достигает своего максимального значения – 0,62%. После этого она только единожды больше нуля – в момент времени t=-4 (0,06%). К концу окна события значение CAAR достигает -4,26%, что в совокупностью с результатами AAR дает опору предположить, что в кризисный период происходит снижение стоимости компаний после размещения депозитарных расписок, как минимум, в краткосрочном периоде. Эти результаты являются основой для проверки гипотезы *Н4: выпуск депозитарных расписок в кризисные годы приводит к уменьшению стоимости компаний развивающихся стран Латинской Америки.*

## **3.3 Проверка на нормальность распределения**

Прежде чем определиться с принятием гипотез *H1-H4*, необходимо убедиться, что распределение средних избыточных доходностей нормальное или приближено к нормальному и использование метода событий корректно. Нормальность распределения средних и кумулятивных средних сверхдоходностей позволяет предположить, что событие действительно могло повлиять на динамику цены акций исследуемых компаний. Проверка на нормальное распределение может быть осуществлена с помощью тестов или графически. В данной работе использовался метод построения нормального графика квантиль-квантиль. Результаты проверки предположения о том, приближено ли распределение к нормальному в каждом рассматриваемом в работе случае, изображены на рисунке 3.9.



**Рисунок 3.9.** Проверка гипотезы о нормальности и допустимости использования метода событий

Графическая информация подтверждает приближенное к нормальному распределение средних избыточных доходностей, следовательно, использование метода событийного анализа оправдано для проверки гипотез влияния выпуска депозитарных расписок на рыночную стоимость компаний в условиях работы. Таким образом, на основе всех вышеописанных результатов можно сделать следующие выводы:

1. Наблюдается положительная статистически значимая реакция рынка на размещение депозитарных расписок в обоих регионах в некризисный период;
2. Наблюдается отрицательная статистически значимая реакция рынка на размещение депозитарных расписок в обоих регионах в период кризиса 2007-2008 годов и 2015 года;
3. Распределение средних избыточных доходностей приближено к нормальному;
4. Отсюда есть основания отклонить гипотезу *H0: E[] = 0* для каждой рассмотренной выборки.

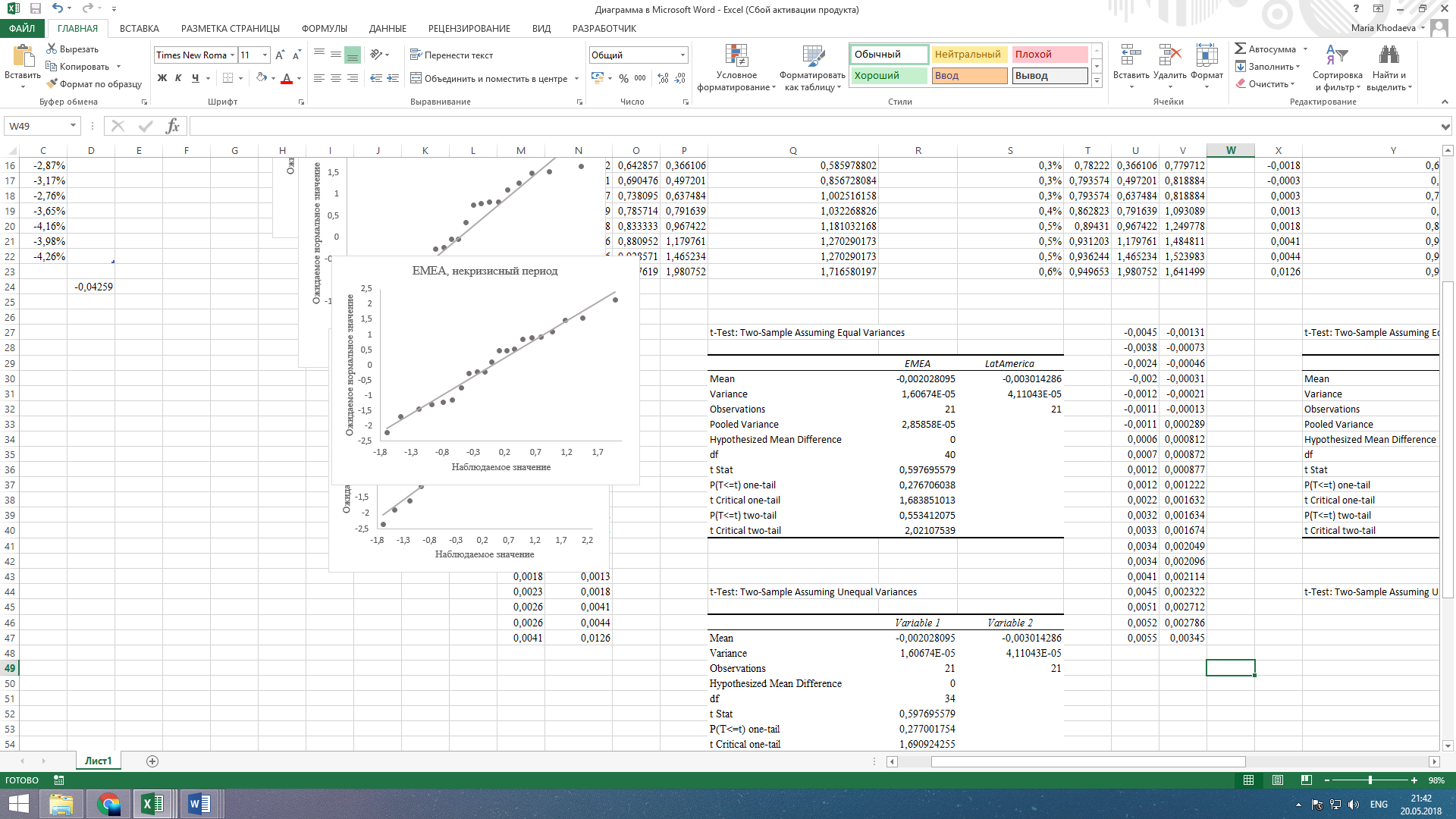
## **3.4 Проверка на значимое отличие результатов в зависимости от региона**

Для того чтобы проверить последнюю гипотезу исследования, что *в среднем при прочих равных эффект кросс-листинга будет одинаков для компаний развивающихся стран EMEA и Латинской Америки,* было проведено два парных двухвыборочных t-теста для средних: для некризисного периода и периода мирового финансового кризиса 2007-2008 годов и кризиса 2015 года. Для этого проверяется гипотеза вида:

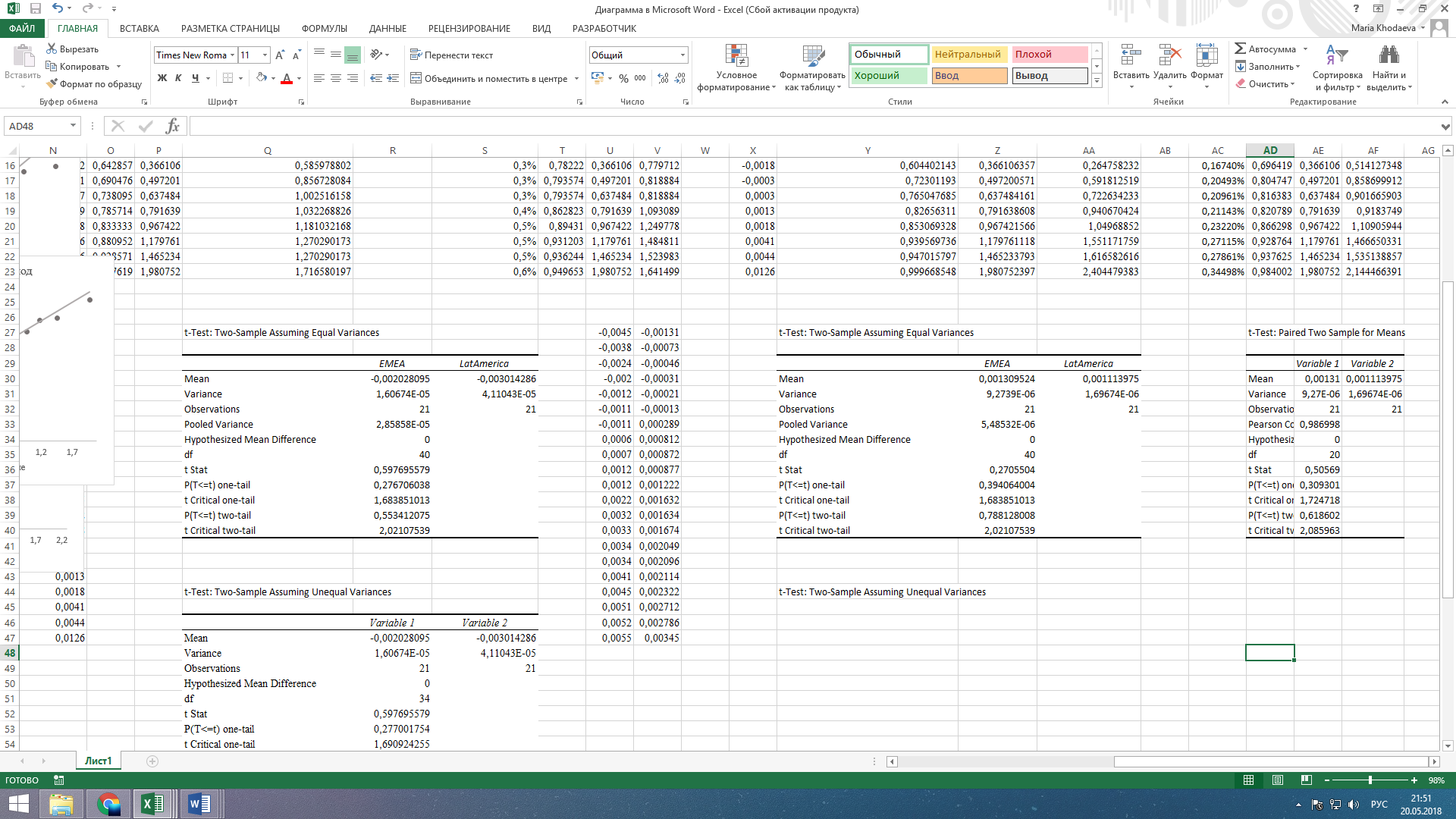
*H0: dif = 0*

*Ha: dif ≠ 0*

В данном случае под dif подразумевается разница между неизвестным математическим ожиданием AAR для подвыборки региона EMEA (mEMEA) и для подвыборки региона Латинской Америки (mLat); *dif = mEMEA - mLat*. В работе принималось предположение, что выборки независимы. На основании результатов предыдущей подглавы также сделано предположение о нормальном распределении выборок. Тесты были проведены с помощью пакета анализа данных MS Excel. Результаты тестов представлены на рис. 3.10 и 3.11.



**Рисунок 3.10.** Результаты t-теста для некризисного периода



**Рисунок 3.11.** Результаты t-теста для кризисного периода

Значение p-value, полученное для обоих тестов, показывает, что нет оснований принять альтернативную гипотезу при заданном уровне значимости, а значит, можно считать, что осуществление кросс-листинга, в среднем, положительно влияет на оценку стоимости компаний обоих регионов в некризисный период в одинаковой мере и так же в одинаковой степени негативно влияет на оценку стоимости в кризисный период.

На основании полученных результатов можно провести еще одно тестирование, а именно сравнение средних избыточных доходностей для периода кризиса 2007-2008 года и второй волны кризиса в 2015 году, которая также ударила по экономике развивающихся стран, зависимых от цен на энергоресурсы. Также 2015 год характеризовался падением национальных валют и нестабильной политической ситуацией во многих исследуемых странах: это и последствие введения санкций против России, и протесты в Бразилии, которые привели к импичменту президента страны. Результаты теста (рис. 3.12) указывают на значимое различие между реакцией рынка на размещение ДР в период волны кризиса 2015 года и периода 2007-2008 годов. Значение t-статистики отрицательно, следовательно, есть основания предположить, что в среднем значения избыточных доходностей, полученные для 2015 года, ниже этих значений для 2007-2008 годов.

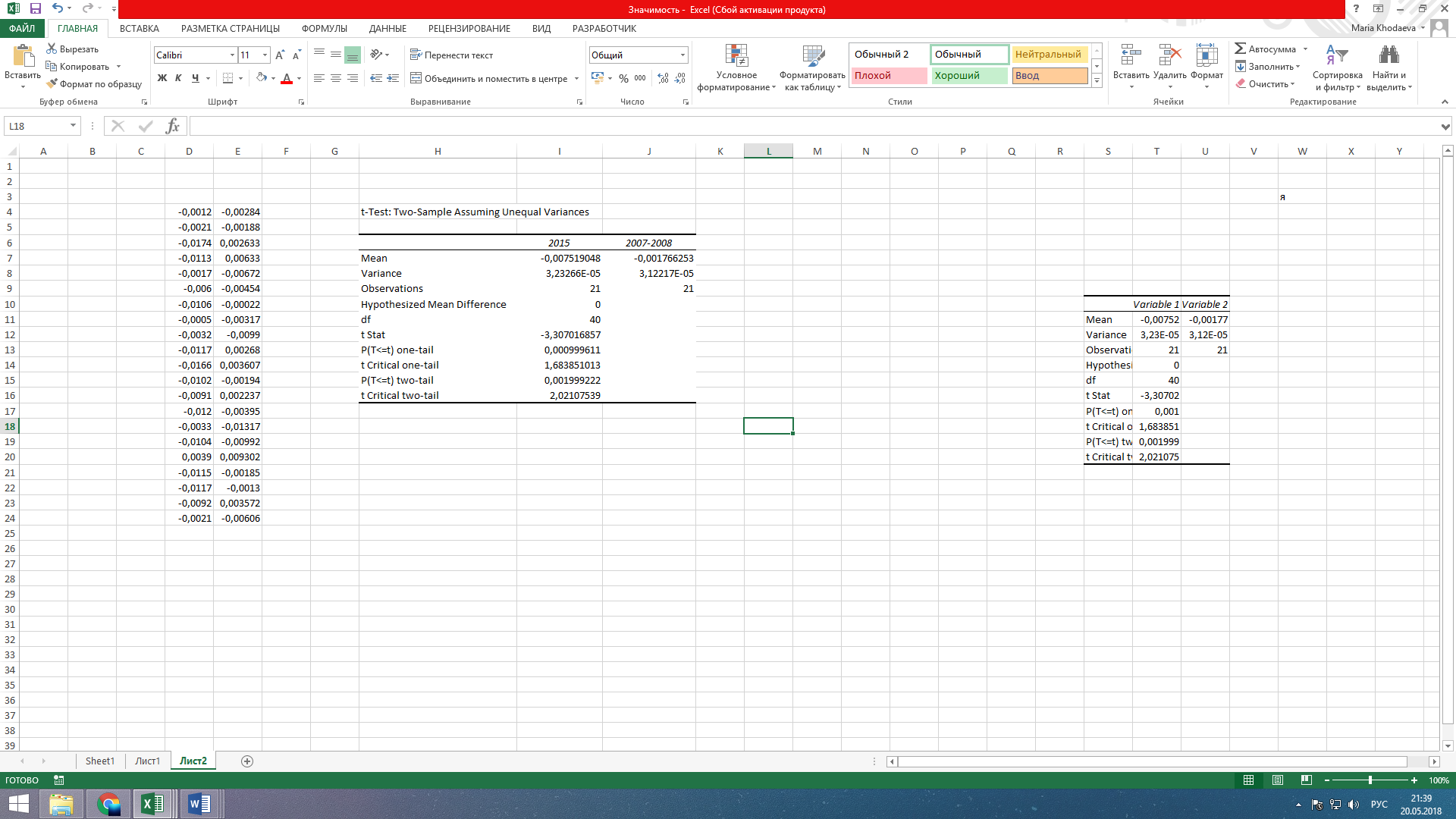


Рис. 3.12. Результаты t-теста для наблюдений 2015 года и периода 2007-2008 годов

## **3.5 Результаты, полученные для российских компаний**

Так как выборка наблюдений для российских компаний достаточно небольшая, то нельзя уверенно интерпретировать полученные результаты, так как изменение доходности акций может изменяться из-за индивидуальных особенностей каждой компании в каждом случае, а не из-за кросс-листинга. Еще более трудно проводить сравнение эффекта кросс-листинга для кризисного и некризисного периода из-за еще меньшего количества наблюдений в выборке. Тем не менее, было выявлено, что в целом в российских компаниях наблюдается положительная сверхдоходность на исследуемом промежутке времени (Таблица 3.1). Более половины значений AR положительны на окне события и являются статистически значимыми при t=6 (1,32%), t=9 (1,21%). Кумулятивная избыточная доходность положительна на всем исследуемом временном промежутке и достигает 3,83% в t=10. Отсюда можно сделать вывод, что значение доходности акций российской компании, в целом, при прочих равных, превышает среднее по рынку в краткосрочном периоде. Малое значение t-статистики может быть объяснен небольшой выборкой и высокой волатильностью доходности российских ДР.

Более того, наблюдается небольшая положительная, но не статистически значимая реакция рынка на размещение депозитарных расписок в кризисные годы. Это дает основания предполагать, что кросс-листинг остается важным инструментом интеграции в мировой финансовый рынок для компаний из России и в периоды экономической нестабильности, так как это возможность привлечь капитал, повысить инвестиционную привлекательность и рыночную стоимость компании.

Таблица 3.1 -Значения средней избыточной и кумулятивной избыточной доходностей для российских компаний

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| t | ARt | t-stat | CARt | t-stat |
| -10 | 1,33% | 1,4914 | 1,33% | 1,5246 |
| -9 | -0,06% | -0,0986 | 1,27% | 1,035 |
| -8 | 0,44% | 1,0315 | 1,71% | 1,1364 |
| -7 | 0,64% | 1,1968 | 2,35% | 1,2369 |
| -6 | -0,21% | -0,5556 | 2,14% | 1,9992 |
| -5 | 0,67% | 1,1727 | 2,81% | 2,0307 |
| -4 | -0,96% | -1,1884 | 1,85% | 0,6327 |
| -3 | -0,05% | -0,1031 | 1,80% | 0,5731 |
| -2 | 0,14% | 0,3081 | 1,94% | 0,5935 |
| -1 | 0,38% | 0,9224 | 2,32% | 1,7013 |
| 0 | -0,10% | -0,22 | 2,22% | 0,6351 |
| 1 | -0,22% | -1,495 | 2,00% | 0,4369 |
| 2 | -0,43% | -1,2512 | 1,57% | 0,2814 |
| 3 | 0,01% | 0,0205 | 1,58% | 0,2729 |
| 4 | -0,38% | -1,2591 | 1,20% | 0,632 |
| 5 | -0,07% | -0,1812 | 1,13% | 0,397 |
| 6 | 1,32% | **2,175** | 2,45% | 1,8051 |
| 7 | 0,40% | 0,2805 | 2,85% | 1,8221 |
| 8 | -0,44% | -1,7018 | 2,41% | 0,917 |
| 9 | 1,21% | **2,698** | 3,62% | **2,0682** |
| 10 | 0,21% | -0,1366 | 3,83% | **2,0785** |

## **Выводы по главе 3**

Полученные результаты дают основания принять гипотезы *1-4* исследования. Это означает, что были обнаружены доказательства положительного эффекта кросс-листинга для компаний развивающихся стран регионов EMEA и Латинской Америки в некризисный период и отрицательного эффекта размещения депозитарных расписок фирмами этих рынков в период мирового финансового кризиса 2007-2008 годов и кризиса 2015 года.

Наличие положительного влияния кросс-листинга в краткосрочном периоде согласуется с результатами многих исследований, в том числе, тех, которые были описаны в первой главе работы (Miller, 1998; Korczak and Bohl, 2005 и др.). Несмотря на то, что на основе существующей литературы сложно сделать однозначный вывод о том, на стоимость каких компаний кросс-листинг оказывает положительное или отрицательное влияние, данная работа предоставляет еще одно доказательство некоторых существующих предположений на основе выборки наблюдений, мало изучаемых ранее.

Проверка на значимое различие избыточных доходностей между наблюдениями для EMEA и Латинской Америки дает основание принять гипотезу 5: *в среднем при прочих равных эффект кросс-листинга будет одинаков для компаний развивающихся стран EMEA и Латинской Америки*. Отсутствие различий согласуется с результатами предыдущих исследований Ванг и Джоу (Wang & Zhou, 2015) и Гхадхаб и М’рад (Ghadhab, & M’rad, 2018), где такой фактор как географическая близость к стране размещения был статистически не значим в рамках изучения эффекта кросс-листинга.

Кроме основных результатов касательно выдвинутых гипотез можно обозначить следующие наблюдения. Было проведено сравнение результатов для кризисных периодов 2007-2008 годов и 2015 года. Значение t-статистики не дает основания принять гипотезу о равенстве значений для рассматриваемых периодов. Так как это значение отрицательно, можно сделать вывод, что в 2015 году рынок более негативно реагировал на размещение депозитарных расписок, чем в 2007-2008 годах. Это можно объяснить общей нестабильностью рынка, окончательно не восстановившегося от шока 2007-2008 годов, опасением инвесторов и вышеупомянутыми обвалом национальных валют и геополитическими рисками. Тем не менее, этот результат нельзя назвать надежным, так как в выборку вошли всего 9 наблюдений для 2015 года.

Что касается российских компаний, то результаты проведенного анализа свидетельствуют о положительной реакции рынка на размещение ДР на зарубежных биржах как в исследуемый период в целом, так и в кризисные годы в частности. Это дает основания для рекомендации российским компаниям рассмотреть кросс-листинг как инструмент для интеграции в мировой финансовый рынок и потенциального увеличения рыночной стоимости фирмы даже в кризисные годы.

# **Заключение**

В течение 1990-х годов число компаний с перекрестными листингами на крупных биржах за пределами их внутренних рынков достигло 4700 и включало в себя их число не только компаний из развитых стран, но и многих стран с развивающейся экономикой. Тем не менее, темпы международных перекрестных листингов во всем мире затормозились в течение последних нескольких лет. В 2011 году в общей сложности было зарегистрировано 2 289 кросс-листинговых акций, что составляет более 50% от максимума 1997 года в 4700 человек. Более того, в конце прошлого десятилетия многие крупные европейские компании осуществили делистинг своих депозитарных расписок, размещенных на фондовых биржах в Соединенных Штатах, из-за изменяющегося законодательства в этой области. Количество перекрестных листингов компаний, базирующихся в развитых странах, имеет тенденцию к снижению на ключевых рынках капитала, таких как Нью-Йорк, Лондон и Токио.

Некоторые ученые утверждают, что вышеупомянутое замедление глобальных процессов перекрестных листингов может быть связано с тем, что преимуществ перекрестного листинга, особенно на рынке США, больше не существует (Dobbs & Goedhart, 2008; Liu, Jiang & Sathye, 2017). Они полагают, что глобальные рынки капитала стали более ликвидными и интегрированными, а инвесторы более глобальными, что сводит на нет стимулы к кросс-листингу, которые были описаны в первой главе данной работы. Более того, утверждается, что делистинг крупных компаний с рынка США вызван тем, он требует больше затрат, чем приносит выгоды, и не увеличивает стоимость фирмы в долгосрочной перспективе.

Тем не менее, ситуация на развивающихся рынках иная. Кросс-листинг может сыграть важную роль в долгосрочном развитии и интернационализации фирм из этих регионов. Количество новых размещений ДР в таких странах с годами не уменьшается. Более того, важным событием в своем отчете 2017 года банк BNY Mellon назвал рост индексов депозитарных расписок именно на развивающихся рынках, таких как Бразилия и Россия (69,05% и 61,02% соответственно). Такие результаты доказывают, что для многих стран кросс-листинг имеет большой потенциал.

Первая глава данной работы была посвящена обширному обзору литературы, в котором освещались результаты, полученные ранее исследователями, изучавшими эту тему. Было установлено, что, несмотря на отсутствие определенного ответа на вопрос о том, повышает ли кросс-листинг стоимость компаний, преобладающее число академиков демонстрируют, что это действительно так. Были рассмотрены основные теории объяснения этого явления. Среди них были гипотезы ликвидности и сегментации рынка, а также более современные теории: гипотезы о раскрытии информации, гипотеза связи и ряд альтернативных предположений. После этого были описаны работы, в которых подтверждалась связь между экономическими шоками в странах, где размещены депозитарные расписки, и динамикой акций на внутреннем рынке стран-эмитентов. Это послужило основой предположения, что последствия кросс-листинга, осуществленного в период глобального финансового кризиса, могут отличаться от эффекта размещений в некризисный период.

Во второй главе были описаны данные, использованные для эмпирического анализа, и методология анализа. Были изложены основные этапы и предпосылки используемого статистического метода, определены причины его выбора.

Чтобы ответить на вопрос исследования, - повышает ли кросс-листинг рыночную стоимость фирм развивающихся рынков, - был проведен эмпирический анализ с использованием выборки из компаний развивающихся рынков EMEA и Латинской Америки, выпустивших депозитарные расписки в промежуток с 2006 по 2017 годы. Наблюдения были разделены на две подвыборки: осуществление зарубежного листинга в кризисный и в некризисный период. Такое решение помогло предоставить доказательства того, что ответ на рассматриваемый вопрос, в основном, зависит от периода листинга. Были получены доказательства того, что в среднем, при прочих равных, рынок позитивно реагирует на перекрестные листинги в некризисные годы, в то время как во время финансового кризиса стоимость компании снижается, поскольку депозитарные расписки способны передавать шок от зарубежных рынков к внутреннему. Поэтому в работе раскрывается тема влияния такого фактора, как время осуществления кросс-листинга, которая ранее, в основном, игнорировалась или считалась ограничением исследования.

Чтобы еще больше разобраться в универсальности полученных результатов для разных рынков, была проверена гипотеза об одинаковости эффекта для обоих рынков. Результаты представлены в последней главе работы.

Тем не менее, нельзя утверждать, что результаты будут актуальны многие годы. Так как развивающиеся рынки постепенно становятся более интегрированными, за этим должна последовать и тенденция снижения ожидаемой избыточной доходности. В период либерализации многие из этих рынков модернизируют свои торговые механизмы, системы расчетов и клиринга, что также должно привести к снижению ожидаемых доходностей. Таким образом, в работе выполнены все поставленные в первой главе задачи исследования.

*Практическая значимость* данного исследования заключается в том, что на основании его результатов можно говорить о том, что в последние 12 лет имеет место положительный эффект на оценку рынком стоимости компаний развивающихся стран при их размещении за рубежом в период относительной экономической стабильности в краткосрочном периоде. К тому же, не имеет значение географическое положение при осуществлении кросс-листинга, отсюда можно сделать вывод, что компания может получить выгоду положительной реакции рынка при размещении на заграничной бирже, которую компания сочтет оптимальной по другим критериям вне зависимости от географической удаленности. Более того, обнаруженная не значимая, но положительная избыточная доходность для российских компаний дает основания для рекомендации компаниям из России рассмотреть кросс-листинг как инструмент для интеграции в мировой финансовый рынок и потенциального увеличения рыночной стоимости фирмы даже в кризисные годы. В целом, итоги данного исследования могут лечь в основу принятия важных стратегических решений для топ-менеджмента крупных компаний развивающихся рынков, рассматривающих идею привлечения капитала за рубежом с помощью кросс-листинга.

Тема кросс-листинга компаний стран развивающихся рынков, безусловно, представляет интерес для *дальнейших исследований.* Существующую выборку можно расширить по времени и географии, что позволило бы получить более полное представление о феномене. Расширение промежутка времени было бы полезно по двум причинам. Во-первых, стоило бы включить предыдущие финансовые кризисы, чтобы проверить, насколько специфичны результаты, полученные для исследуемого временного отрезка. Во-вторых, отношение к кросс-листингу могло меняться со временем, доказательство чего было бы полезно установить для дальнейших прогнозов. К тому же, следует провести дальнейший анализ причин изменения стоимости компаний для данной выборки, проверить, согласуется ли полученный результат с теориями, описанными в первой главе. Это позволило бы выделить главные мотивы осуществления кросс-листинга для компаний развивающихся стран, которые действительно имели место, и, на основе полученных результатов, создать рекомендацию для топ-менеджмента крупных компаний по принятию решения об осуществлении выпуска депозитарных расписок.

# **Список использованных источников**

1. Окулов, В. Л. (2010). Исследование эффективности российского рынка акций: реакция рынка на публикацию прогнозов аналитиков. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8. Менеджмент*, (3).
2. Яворская, А. В. (2013). Оценка влияния кросс-листинга на рыночную стоимость российских компаний. *Корпоративные финансы*, (3 (27)).
3. Acquisti, A., Friedman, A., & Telang, R. (2006). Is there a cost to privacy breaches? An event study. *ICIS 2006 Proceedings*, 94.
4. Adams, G., Brau, J., & Holmes, A. (2007). REIT stock repurchases: completion rates, long-run returns, and the straddle hypothesis. *Journal of Real Estate Research*, *29*(2), 115-136.
5. Adelegan, O. J. (2003). Capital market efficiency and the effects of dividend announcements on share prices in Nigeria. *African Development Review*, *15*(2‐3), 218-236.
6. Adelegan, O. J. (2009). The impact of the regional cross-listing of stocks on firm value in sub-Saharan Africa (No. 9-99). *International Monetary Fund*.
7. Agrawal A., Jeffrey F. J. and Gershon N. M. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47: 1605- 1621.
8. Aharony J., Swary I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders’ Returns: an Empirical Analysis. *The Journal of Finance*. Vol.35. N 1. P.1–12.
9. Alaganar, V. T. and R. Bhar (2002) Information and Volatility Linkage under External Shocks - Evidence from Dually Listed Australian Stocks. *International Review of Financial Analysis,* 11(1), pp. 59-71.
10. Altiok-Yilmaz, A., & Selcuk, E. A. (2010). Information content of dividends: Evidence from Istanbul. *International Business Research*, *3*(3), 126.
11. Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of financial Economics*, *17*(2), 223-249.
12. Andres, Christian, Andres А. Betzer, Inga van den Bongard, Christian Haesner, and Erik Theissen. 2013. 'The Information Content of Dividend Surprises: Evidence From Germany'. *Journal of Business Finance & Accounting* 40 (5-6): 620-645.
13. Baker, H. K., Nofsinger, J. R., & Weaver, D. G. (2002). International cross-listing and visibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *37*(3), 495-521.
14. Bianconi M. and Tan L. (2010). Cross-Listing Premium in the U.S. and the UK Destination. *International Review of Economics and Finance,* 19 (2): 244-259.
15. Bianconi, M., Chen, R., & Yoshino, J. A. (2013). Firm Value, the Sarbanes-Oxley Act and Cross-Listing in the U.S., Germany and Hong Kong Destinations. *North American Journal of Economics and Finance*, 2425-44.
16. Bris, A., Cantale, S., & Nishiotis, G. P. (2007). A breakdown of the valuation effects of international cross‐listing. *European Financial Management*, *13*(3), 498-530.
17. Bris, A., Cantale, S., Hrnjic, E., & Nishiotis, G. P. (2012). The Value of Information in Cross-Listing. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 207-220.
18. Broner, F., Didier, T., Erce, A., & Schmukler, S. L. (2013). Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics*, *60*(1), 113-133.
19. Brown S. J. & Warner J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8 (3): 205-258.
20. Brown, S., & Warner J. B. (1985. Using daily stock returns: The case of event studies, *Journal of Financial Economics* 14: 3-31.
21. Charitou, A., & Louca, C. (2009). Cross‐Listing and Operating Performance: Evidence from Exchange‐Listed American Depositary Receipts. *Journal of Business Finance & Accounting*, *36*(1‐2), 99-129.
22. Coates, J. C., & Srinivasan, S. (2014). SOX after ten years: A multidisciplinary review. *Accounting Horizons*, 28(3), 627-671.
23. Depositary Receipts Services [Электронный ресурс]: BNY Mellon. URL: bnymellon.com/emea/en/what-we-do/solutions/depositary-receipt-emea/depositary-receipts-services.jsp (дата обращения: 17.02.2018)
24. Dobbs, R., & Goedhart, M. (2008). Why cross-listing shares doesn’t create value. *The McKinsey Quarterly on Perspectives on Corporate Finance & Strategy*, *29*, 18-23.
25. Doidge C., Karolyi G. A. and Stulz R. M. (2004). Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *Journal of Financial Economics*, 71 (2): 205-238.
26. Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2009). Has New York Become Less Competitive Than London in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 253-277.
27. Doukas J. and Switzer L. N. (2000). Common Stock Returns and International Listing Announcements: Conditional Tests of the Mild Segmentation Hypothesis. *Journal of Banking and Finance*, 24 (3): 471-501.
28. DR Directory [Электронный ресурс]: BNY Mellon. URL: adrbnymellon.com/directory/dr-directory  (дата обращения: 17.02.2018)
29. Errunza V. & Losq, E. (1985). International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. *The Journal of Finance* 40, 105-124.
30. Errunza V.R., Miller D.P. (1998). Market segmentation and the cost of capital in international equity markets. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers. cfm?abstract\_id=99833 (дата обращения: 03.03.2018)
31. Eun, C. & Sabherwal, S. (2003). Cross-Border Listings and Price Discovery: Evidence from US-Listed Canadian Stocks. *Journal of Finance*, No 58, pp. 549-574.
32. Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R. (1969), The Adjustments of Stock Prices to New Information, International Economic Review, 10 (1969) 1–21
33. Foerster S. R. and Karolyi G. A. (1993). International Listings of Stocks: The Case of Canada and the US. *Journal of International Business Studies*, 24 (4): 763-784.
34. Foerster S. R. and Karolyi G. A. (1999). The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States. *The Journal of Finance*, 54 (3): 981-1013.
35. Foucault, T., & Frésard, L. (2012). Cross-listing, investment sensitivity to stock price, and the learning hypothesis. *The Review of Financial Studies*, *25*(11), 3305-3350.
36. Hail, L., & Leuz, C. (2009). Cost of capital effects and changes in growth expectations around US cross-listings. *Journal of financial economics*, *93*(3), 428-454.
37. Jain, R. (2016) Impact of Financial Crisis on Cross Listing Indian Corporate: An Empirical Study*. Indian Journal of Commerce & Management Studies*, vol. VII, 2(1).
38. Jaiswal-Dale, A., & Jithendranathan, T. (2009). Transmission of shocks from cross-listed markets to the return and volatility of domestic stocks. *Journal of Multinational Financial Management*, *19*(5), 395-408.
39. Jayaraman, N., Shastri, K., & Tandon, K. (1993). The impact of international cross listings on risk and return: The evidence from American Depository Receipts. *Journal of Banking & Finance*, *17*(1), 91-103.
40. Karolyi, G. A. (2006). The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom. *Review of Finance*, *10*(1), 99-152.
41. Khurana, I. K., Martin, X., & Periera, R. (2007). Cross-listing and firm growth. *Review of Finance*, *12*(2), 293-322.
42. King, M. R., & Segal, D. (2004). International cross-listing and the bonding hypothesis. *Bank of Canada Working Paper.*
43. King, M., & Segal, D. (2005). Are there longer horizon benefits to cross-listing?: Untangling the effects of investor recognition, trading and ownership. *Working Paper, Bank of Canada*.
44. Korczak, P. & Bohl, M. T. (2005). Empirical evidence on cross-listed stocks of Central and Eastern European companies. *Emerging Markets Review*, 6, 121-137
45. Kothari, S. P., & Warner, J. (2007). Econometrics of event studies. *Handbook of empirical corporate finance*, *1*, 3-36.
46. Lana, J., Martins, F., Marcon, R., & Xavier, W. (2013). The Impact of Cross-Listing on Firms Capital Structure: Evidence from Brazil. Business *Management Dynamics,* 2, 9, pp. 51-62, Business Source Premier, EBSCOhost, viewed 3 April 2018.
47. Lang, Lins & Miller, (2003). ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross-Listing in the US Improve of Firm’s Information Environment and Increase Market Value? Forthcoming. *Journal of Accounting Research*.
48. Leal, Ricardo P. C. and da Costa, Newton C.A. and Lemme, Celso F. and Lambranho, Paloma P. L., The Market Impact of Cross-Listing: The Case of Brazilian Adrs (April 1998). URL: <https://ssrn.com/abstract=86594>  (дата обращения: 15.04.2018)
49. Lel, U., & Miller, D. P. (2008). International cross‐listing, firm performance, and top management turnover: A test of the bonding hypothesis. *The Journal of Finance*, *63*(4), 1897-1937.
50. Lemmon, M. L., and K. V. Lins. 2003. Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. *Journal of Finance* 58:1445–68.
51. Leuz, C. (2006). Cross listing, bonding and firms’ reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). *Journal of Accounting and Economics*, *42*(1-2), 285-299.
52. Licht, A.N. (2003). Cross-Listing and Corporate Governance: Bonding or Avoiding?”. *Chicago Journal of International Law*, 143.
53. MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
54. Mak, B. S. C. & Ngai, A. M. S. (2005) Market Linkage for Dual-listed Chinese Stocks. *The Chinese Economy*, 38(2), pp. 88-107.
55. Martell T. F., Rodriguez L. Jr. and Webb G. P. (1999). The Impact of Listing Latin American ADRs on the Risk and Returns of the Underlying Shares. *Global Finance Journal*, 10 (2): 147-160.
56. Miller D. P. (1998). The Market Reaction to International Cross-Listings: Evidence from Depositary Receipts. *Journal of Financial Economics*, 51 (1): 103-123.
57. Mittoo U. R. (2003). Globalization and the Value of U.S. Listing: Revisiting Canadian Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 27 (9): 1629-1661.
58. Mobarek, A., Mollah, A. S., & Bhuyan, R. (2008). Market efficiency in emerging stock market: Evidence from Bangladesh. *Journal of Emerging Market Finance*, *7*(1), 17-41.
59. Moel, A. (2001). The role of American Depositary Receipts in the development of emerging markets. In *Financial innovations and the welfare of nations* (pp. 127-153). Springer, Boston, MA.
60. Piotroski, J. D., & Srinivasan, S. (2008). Regulation and bonding: The Sarbanes‐Oxley act and the flow of international listings. *Journal of Accounting Research*, *46*(2), 383-425.
61. Poshakwale, S. S. & K. P. Aquino (2008). The Dynamics of Volatility Transmission and Information Flow between ADRs and their Underlying Stocks. *Global Financial Journal*, 19(2), pp. 187-201.
62. Roosenboom P. and van Dijk M. A. (2009). The Market Reaction to Cross-Listings: Does the Destination Market Matter? *Journal of Banking and Finance*, 33 (10): 1898- 1908.
63. Salva C. (2003). Foreign Listings, Corporate Governance, and Equity Valuations. Journal of Economics and Business, 55 (5-6): 463-485.
64. Samet, A. (2009). ADR Listings and the Financing Decisions of Foreign Firms. Service de l’Enseignment de la Finance. HEC Montréal, *Thèse présentée en vue de l’obention du grade de Philosophie*, 5.
65. Bermejo, V. J., Campa, J. M., & Campos, R. G. (2017). Do foreign stocks substitute for international diversification?.
66. Boubakri, N., El Ghoul, S., Wang, H., Guedhami, O., & Kwok, C. Y. (2016). Cross-listing and Corporate Social Responsibility. *Journal Of Corporate Finance*, *41*123-138.
67. Busaba, W. Y., Guo, L., Sun, Z., & Yu, T. (2015). The dark side of cross-listing: A new perspective from China. *Journal of Banking & Finance*, *57*, 1-16.
68. Chaturvedula, C. (2018). The Effect of ADR & GDR Listing on Shareholder’s Wealth: Evidence from India. *Accounting and Finance Research*, *7*(2), 174.
69. Chen, Y., Dong, F., Chen, H., & Xu, L. (2016, August). Can Cross-Listing Mitigate the Impact of an Information Security Breach Announcement on a Firm's Values?. In *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering* (Vol. 142, No. 1, p. 012133). IOP Publishing.
70. Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.
71. Dodd, O., & Gilbert, A. (2016). The Impact of Cross‐Listing on the Home Market's Information Environment and Stock Price Efficiency. *Financial Review*, *51*(3), 299-328.
72. Dodd, O., Frijns, B., & Gilbert, A. (2015). On the Role of Cultural Distance in the Decision to Cross‐List. *European Financial Management*, *21*(4), 706-741.
73. Esqueda, O. A. (2017). Controlling shareholders and market timing: Evidence from cross-listing events. *International Review of Financial Analysis*, *49*, 12-23.
74. Ferris, S. P., & Liao, M. Y. (2017). Relative Governance and the Global Cross-Listing Decision: Extending the Bonding Hypothesis. *Accounting and Finance Research*, *7*(1), 82.
75. Ghadhab, I., & M’rad, M. (2018). Does US cross-listing come with incremental benefit for already UK cross-listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
76. Ghadhab, I., Hellara, S., & Derbali, A. (2018). Why do firms make an additional cross-listing? An empirical investigation using multiple failure time model. *Journal of Asset Management*, 1-13.
77. Herrmann, D., Kang, T., & Yoo, Y. K. (2015). The impact of cross-listing in the United States on the precision of public and private information. *Journal of International Business Studies*, *46*(1), 87-103.
78. Hu, Y., & Zhao, T. (2017). Does Cross-Listing Really Enhance Market Efficiency for Stocks Listed on the Home Market: The Perspective of Noise Trading in the Chinese Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*.
79. Li, Y. (2017). *Chinese Cross-listing and Dividend Policy: Empirical Evidence on Bonding Theory* (Doctoral dissertation, Concordia University).
80. Liu, G. (2017). Do Cross-Listed Firms Report Better Social Responsibility Performance?. In *SHS Web of Conferences* (Vol. 34). EDP Sciences.
81. Liu, L. X., Jiang, F., & Sathye, M. (2017). Does bonding really bond? Liability of foreignness and cross-listing of Chinese firms on international stock exchanges. *Research in International Business and Finance*, *41*, 109-124.
82. Makau, S. M., Onyuma, S. O., & Okumu, A. N. (2015). Impact of Cross-Border Listing on Stock Liquidity: Evidence from East African Community. *Journal of Finance and Accounting*, *3*(1), 10-18.
83. Sarbanes, P. (2002). Sarbanes-oxley act of 2002. In *The Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act. Washington DC: US Congress*.
84. Sarkissian, S., & Schill, M. (2008). Are there permanent valuation gains to overseas listings? *Review of Financial Studies*, 22 (1): 371-412.
85. Sarkissian, S., & Schill, M. J. (2003). The overseas listing decision: New evidence of proximity preference. *The Review of Financial Studies*, *17*(3), 769-809.
86. Seddighi,H,R, and W. Nian ‘’The Chinese Stock Exchange Market: Operations and Efficiency. *Applied Financial Economics* 14: 785-797. 2004.
87. Serra A. P. (1999). Dual-Listings on International Exchanges: The Case of Emerging Markets' Stocks. *European Financial Management*, 5 (2): 165-202.
88. Siegel, J. (2005). Can foreign firms bond themselves effectively by renting US securities laws? *Journal of Financial Economics*, *75*(2), 319-359.
89. Tang, Y., Huang, H., Wang, H., Liu, Y., & Xu, J. (2017). How Cross Listing Effects Corporate Performance: Measurement by Propensity Score Matching. In *International Conference on Management Science and Engineering Management* (pp. 600-614). Springer, Cham.
90. Wang, J., & Zhou, H. (2015). Competition of trading volume among markets: Evidence from stocks with multiple cross-listing destinations. *Journal of Multinational Financial Management*, *31*, 23-62.
91. Wang, Y. S., Chung, H., & Hsu, C. C. (2008). The Impact of International Cross-Listings on Risk and Return: Evidence from Asian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, *13*(1), 94-107.
92. You, L., Payne, J. D., & Lin, S. W. J. (2018). Do multiple foreign listings create value for firms? *The Quarterly Review of Economics and Finance*.

# **ПРИЛОЖЕНИЕ**

## **Приложение А. Наблюдения размещения депозитарных расписок, вошедшие в выборку**

Таблица А.1 -Наблюдения, вошедшие в выборку. EMEA

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Название компании** | **Отношение ДР:Обыкновенные акции** | **Страна** | **Индустрия** | **Спонсируемый выпуск** | **Дата размещения (мм.дд.гггг)** |
| Acron | 10:1 | Россия | Chemicals | Да | 08.12.2008 |
| Aegean Airlines S.A. | 1:2 | Греция | Travel & Leisure | Нет | 01.27.2017 |
| Aeroflot Russian Airlines | 1:5 | Россия | IndustrialTransport. | Да | 01.15.2014 |
| African Rainbow Minerals | 1:1 | Южная Африка | Mining | Да | 11.21.2011 |
| Akbank | 1:2 | Турция | Banks | Да | 03.04.2015 |
| Alior Bank | 2:1 | Польша | Banks | Нет | 05.30.2013 |
| Alpha Bank | 4:1 | Греция | Banks | Да | 06.24.2009 |
| Alviva Holdings | 1:10 | Южная Африка | Tech.Hardware&Equip. | Да | 08.20.2012 |
| Amer Group Holding | 1:200 | Египет | Real Estate Inv&Serv | Да | 08.09.2017 |
| Anadolu Hayat Emeklilik | 1:4 | Турция | Life Insurance | Нет | 12.12.2013 |
| Anglo American Platinum | 6:1 | Южная Африка | Mining | Да | 06.02.2016 |
| Arabian Food | 1:5 | Египет | Food Producers | Да | 08.25.2016 |
| Arcelik | 1:5 | Турция | HouseGoods&HomeConst | Нет | 10.23.2008 |
| Aspen Pharmacare | 1:1 | Южная Африка | Pharma. & Biotech. | Нет | 01.22.2009 |
| Asseco Poland | 1:1 | Польша | Software&ComputerSvc | Нет | 03.02.2010 |
| Astral Foods | 1:1 | Южная Африка | Food Producers | Нет | 07.20.2009 |
| Aveng | 1:2 | Южная Африка | Construct.&Materials | Нет | 10.21.2008 |
| AVI | 1:5 | Южная Африка | Food Producers | Нет | 01.22.2009 |
| Aygaz | 1:5 | Турция | Oil & Gas Producers | Нет | 10.23.2008 |
| Bank Zachodni | 5:1 | Польша | Banks | Нет | 04.08.2009 |
| Blue Label Telecoms | 1:10 | Южная Африка | Mobile Telecom. | Да | 02.12.2013 |
| Capitec Bank | 2:1 | Южная Африка | Banks | Нет | 07.29.2009 |
| Cashbuild | 1:1 | Южная Африка | Construct.&Materials | Да | 09.30.2013 |
| CCC S.A. | 2:1 | Польша | General Retailers | Нет | 06.06.2013 |
| CEZ | 1:1 | Чехия | Electricity | Нет | 01.29.2010 |
| Chelyabinsk Zinc Plant | 1:1 | Россия | Indust.Metals&Mining | Да | 11.10.2006 |
| Clover Industries Ltd. | 1:10 | Южная Африка | Food Producers | Да | 12.03.2013 |
| Cyfrowy Polsat | 1:4 | Польша | Tech.Hardware&Equip. | Нет | 08.02.2012 |
| Datatec Limited | 1:2 | Южная Африка | Tech.Hardware&Equip. | Нет | 11.22.2013 |
| Discovery | 1:3 | Южная Африка | Life Insurance | Нет | 07.20.2009 |
| Dogan Sirketler Grubu | 1:10 | Турция | Financial Services | Нет | 10.23.2008 |
| EastPharma | 1:1 | Турция | Pharma. & Biotech. | Да | 07.18.2007 |
| EFG Eurobank Ergasias | 2:1 | Греция | Banks | Нет | 10.20.2008 |
| Ellaktor | 1:1 | Греция | Real Estate Inv&Serv | Нет | 10.20.2008 |
| Enea SA | 1:4 | Польша | Mobile Telecom. | Нет | 08.06.2012 |
| Enel Russia | 1:50 | Россия | Electricity | Да | 08.20.2007 |
| Enka Insaat ve Sanayi | 1:4 | Турция | Construct.&Materials | Нет | 02.18.2009 |
| Eregli Demir ve Celik Fabrikalari | 1:5 | Турция | Indust.Metals&Mining | Нет | 02.18.2009 |
| Eurocash S.A. | 1:1 | Польша | General Retailers | Нет | 03.14.2013 |
| Famous Brands | 1:2 | Южная Африка | Food Producers | Нет | 07.15.2013 |
| Federal Grid Company | 1:500 | Россия | Electricity | Да | 07.01.2013 |
| FirstRand | 1:10 | Южная Африка | General Retailers | Нет | 01.26.2009 |
| Folli Follie | 1:1 | Греция | General Retailers | Нет | 04.12.2013 |

Продолжение Таблицы А.1

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Ford Otomotiv Sanayi | 1:5 | Турция | Automobiles & Parts | Нет | 01.27.2009 |
| Fourlis Holdings S.A. | 1:4 | Греция | General Retailers | Нет | 12.01.2016 |
| GB Auto | 1:50 | Египет | Automobiles & Parts | Да | 05.28.2009 |
| Getin | 1:10 | Польша | Financial Services | Нет | 03.31.2009 |
| Globe Trade Centre | 1:2 | Польша | Real Estate Inv&Serv | Нет | 01.27.2009 |
| Greek Organisation of Football Prognostics | 2:1 | Греция | Travel & Leisure | Нет | 10.20.2008 |
| Grindrod | 1:10 | Южная Африка | Financial Services | Нет | 01.23.2009 |
| Grupa Azoty | 2:1 | Польша | Chemicals | Нет | 06.28.2013 |
| Grupa Kety | 1:1 | Польша | Indust.Metals&Mining | Нет | 01.27.2009 |
| Grupa Lotos | 1:4 | Польша | Oil & Gas Producers | Нет | 03.31.2009 |
| Harmony Gold | 1:1 | Южная Африка | Mining | Да | 10.07.2011 |
| Hellenic Exchanges S.A. | 1:2 | Греция | Equity Invest Instru | Нет | 06.07.2013 |
| Hellenic Telecom | 2:1 | Греция | Fixed Line Telecom. | Да | 09.17.2010 |
| Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik | 1:20 | Турция | Media | Нет | 01.27.2009 |
| iAlbatros Group | 1:1 | Польша | Media | Да | 01.30.2012 |
| Ihlas Holding | 1:25 | Турция | Media | Нет | 10.23.2008 |
| ING Bank Slaski | 2:1 | Польша | Banks | Нет | 03.04.2016 |
| Intralot | 1:1 | Греция | Travel & Leisure | Нет | 10.20.2008 |
| Jastrzebska Spolka Weglowa | 2:1 | Польша | Mining | Нет | 05.21.2013 |
| Jumbo | 1:1 | Греция | General Retailers | Нет | 03.22.2013 |
| Koc Holding | 1:5 | Турция | Financial Services | Нет | 10.10.2008 |
| Komercni Banka, A.S | 3:1 | Чехия | Banks | Нет | 07.21.2017 |
| Koza Altin Isletmeleri | 1:1 | Турция | Mining | Нет | 10.14.2011 |
| Lecico Egypt | 1:1 | Египет | Industrial Engineer. | Да | 08.06.2009 |
| Lewis Group | 1:2 | Южная Африка | HouseGoods&HomeConst | Нет | 09.04.2013 |
| Liberty Holdings | 1:1 | Южная Африка | Financial Services | Нет | 01.28.2014 |
| Life Healthcare Group Holdings | 1:4 | Южная Африка | HealthCareEquip.&Ser | Нет | 03.20.2013 |
| LPP | 200:1 | Польша | General Retailers | Нет | 05.21.2013 |
| Marfin Investment | 1:2 | Греция | Equity Invest Instru | Нет | 10.20.2008 |
| Massmart Holdings Limited | 1:2 | Южная Африка | General Retailers | Нет | 10.21.2008 |
| mBank | 20:1 | Польша | Financial Services | Нет | 03.31.2009 |
| Mechel | 2:1 | Россия | Indust.Metals&Mining | Да | 05.12.2010 |
| Mediclinic International | 1:1 | Южная Африка | HealthCareEquip.&Ser | Нет | 03.11.2014 |
| Medinet Nasr | 1:4 | Египет | Real Estate Inv&Serv | Да | 12.22.2017 |
| MiX Telematics | 1:25 | Южная Африка | Tech.Hardware&Equip. | Да | 08.14.2013 |
| MOL Magyar Olaj-ES Gazipari | 2:1 | Венгрия | Oil & Gas Producers | Да | 06.20.2006 |
| Mondi Limited | 1:2 | Южная Африка | Forestry & Paper | Нет | 10.21.2008 |
| Motor Oil (Hellas) | 2:1 | Греция | OilEquip.,Serv.&Dist | Нет | 10.20.2008 |
| Mr Price | 1:1 | Южная Африка | General Retailers | Да | 06.29.2012 |
| Murray & Roberts | 1:1 | Южная Африка | Construct.&Materials | Да | 03.10.2010 |
| Mytilineos Holdings | 1:1 | Греция | General Industrials | Нет | 10.20.2008 |
| Naeem Holding | 1:4 | Египет | Financial Services | Да | 11.08.2007 |
| Naspers | 5:1 | Южная Африка | Media | Да | 06.08.2007 |
| Navios Maritime Holdings | 100:1 | Греция | IndustrialTransport. | Да | 01.28.2014 |
| Netcare | 1:10 | Южная Африка | HealthCareEquip.&Ser | Нет | 10.21.2008 |
| Novatek | 1:10 | Россия | Oil & Gas Producers | Да | 02.29.2016 |
| Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi | 2:1 | Турция | Automobiles & Parts | Нет | 05.01.2013 |

Продолжение Таблицы А.1

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Paints and Chemical Industries | 3:1 | Египет | Construct.&Materials | Да | 09.25.2006 |
| Park Elektrik Madencilik Sanay | 20:3 | Турция | Personal Goods | Да | 08.27.2007 |
| Pegasus Hava Tasimaciligi | 1:1 | Турция | Travel & Leisure | Нет | 04.11.2014 |
| Petkim Petrokimya | 1:10 | Турция | Chemicals | Нет | 10.14.2011 |
| PGE Polska Grupa Energetyczna | 1:2 | Польша | Electricity | Нет | 10.27.2011 |
| Pick 'n Pay Stores | 1:5 | Южная Африка | General Retailers | Нет | 10.21.2008 |
| Pioneer Food | 1:1 | Южная Африка | Food Producers | Да | 09.11.2015 |
| Piraeus Bank | 1:2 | Греция | Financial Services | Нет | 10.20.2008 |
| Piraeus Port Authority | 2:1 | Греция | Support Services | Нет | 02.07.2014 |
| PJSC Cherkizovo Group | 3:2 | Россия | Food Producers | Да | 05.12.2011 |
| PJSC Lenenergo | 1:10 | Россия | Electricity | Да | 10.24.2008 |
| PJSC Lukoil | 1:1 | Россия | Oil & Gas Producers | Да | 04.19.2017 |
| PJSC PIK Group | 1:1 | Россия | Real Estate Inv&Serv | Да | 09.05.2014 |
| PJSC Polyus | 2:1 | Россия | Indust.Metals&Mining | Да | 07.05.2017 |
| PJSC Tatneft | 1:6 | Россия | Oil & Gas Producers | Да | 05.08.2009 |
| PKO Bank Polski | 1:1 | Польша | Banks | Нет | 01.27.2009 |
| Polskie Gornictwo Naftowe i Gazownictwo SA | 1:10 | Польша | Oil & Gas Producers | Нет | 04.15.2009 |
| Powszechny Zaklad Ubezpieczen | 1:1 | Польша | Nonlife Insurance | Нет | 11.10.2011 |
| PPC Limited | 1:2 | Южная Африка | Construct.&Materials | Да | 04.25.2016 |
| Quadra-Power Generation | 1:5000 | Россия | Electricity | Да | 07.10.2008 |
| Rand Merchant Bank | 1:3 | Южная Африка | Financial Services | Нет | 07.20.2009 |
| Redefine Properties | 1:10 | Южная Африка | Real Estate Inv&Serv | Да | 09.06.2013 |
| Remco Tourism Villages | 1:5 | Египет | Real Estate Inv&Serv | Да | 04.06.2010 |
| Remgro | 1:1 | Южная Африка | Financial Services | Нет | 02.15.2013 |
| Rostelecom | 1:6 | Россия | Fixed Line Telecom. | Да | 01.04.2010 |
| RusHydro | 1:100 | Россия | Electricity | Да | 08.06.2009 |
| Sanlam | 1:2 | Южная Африка | Life Insurance | Да | 11.25.2009 |
| Sberbank of Russia | 1:4 | Россия | Banks | Да | 04.26.2017 |
| Sekerbank | 1:10 | Турция | Banks | Нет | 05.01.2013 |
| SEMP | 1:1 | Россия | General Industrials | Да | 06.24.2010 |
| Severstal | 1:1 | Россия | Indust.Metals&Mining | Да | 11.08.2006 |
| Sisecam | 10:1 | Турция | General Industrials | Нет | 06.22.2017 |
| Sistema | 1:20 | Россия | Mobile Telecom. | Да | 05.06.2016 |
| Soda Sanayii | 10:1 | Турция | Support Services | Нет | 06.22.2017 |
| TAV Havalimanlari | 1:4 | Турция | Construct.&Materials | Нет | 02.18.2009 |
| Tekfen Holding | 1:2 | Турция | Construct.&Materials | Нет | 10.23.2008 |
| Telkom SA SOC | 1:4 | Южная Африка | Fixed Line Telecom. | Да | 08.27.2009 |
| Terna Energy | 1:2 | Греция | Electricity | Нет | 02.07.2014 |
| TGC-1 | 1:5000 | Россия | Electricity | Да | 07.09.2008 |
| TGK-14 | 1:30000 | Россия | Electricity | Да | 05.13.2008 |
| Titan Cement | 2:1 | Греция | Construct.&Materials | Нет | 10.20.2008 |
| TMK | 1:4 | Россия | Indust.Metals&Mining | Да | 10.02.2009 |
| Trakya Cam Sanayii | 1:10 | Турция | General Industrials | Нет | 05.01.2013 |
| Truworths International | 1:2 | Южная Африка | General Retailers | Нет | 01.28.2014 |
| Turk Hava Yollari | 1:10 | Турция | Travel & Leisure | Нет | 10.23.2008 |
| Turk Telekomunikasyon | 1:2 | Турция | Mobile Telecom. | Нет | 08.09.2011 |
| Turkcell Iletisim Hizmetleri | 2:5 | Турция | Mobile Telecom. | Да | 07.07.2011 |
| Turkiye Halk Bankasi | 1:2 | Турция | Banks | Нет | 10.28.2008 |

Продолжение Таблицы А.1

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi | 1:10 | Турция | Banks | Нет | 05.01.2013 |
| Turkiye Vakiflar Bankasi | 1:10 | Турция | Banks | Нет | 10.23.2008 |
| Ulker Biskuvi Sanayi | 1:10 | Турция | Food Producers | Нет | 01.27.2009 |
| Unipetrol | 1:2 | Чехия | Chemicals | Нет | 01.27.2009 |
| Vodacom | 1:1 | Южная Африка | Mobile Telecom. | Да | 07.02.2013 |
| Wilson Bayly Holmes-Ovcon | 1:1 | Южная Африка | Construct.&Materials | Да | 07.21.2014 |

Таблица А.2 -Наблюдения, вошедшие в выборку. Латинская Америка

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Название компании** | **Отношение ДР:Обыкновенные акции** | **Страна** | **Индустрия** | **Спонсируемый выпуск** | **Дата размещения (мм.дд.гггг)** |
| Advanced Digital Health Medicina Preventiva S.A. | 1:3 | Бразилия | HealthCareEquip.&Ser | Да | 02.21.2017 |
| AES Tiete Energia | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 08.09.2017 |
| AMBEV S.A | 1:1 | Бразилия | Beverages | Да | 11.14.2013 |
| America Movil | 1:20 | Мексика | Mobile Telecom. | Да | 09.13.2016 |
| Arca Continental | 1:4 | Мексика | Beverages | Нет | 06.01.2012 |
| B2W - Companhia Digital | 1:2 | Бразилия | General Retailers | Да | 08.13.2007 |
| Banco Bradesco | 1:1 | Бразилия | Banks | Да | 09.01.2009 |
| Banco Bradesco | 1:1 | Бразилия | Banks | Да | 03.13.2012 |
| Banco do Brasil | 1:1 | Бразилия | Banks | Да | 12.02.2009 |
| Banco Santander Brasil | 1:1 | Бразилия | Banks | Да | 10.20.2015 |
| Banco Santander Chile | 1:400 | Чили | Banks | Да | 08.04.2015 |
| BB Seguridade | 1:1 | Бразилия | Financial Services | Да | 03.28.2014 |
| BR Malls Participacoes | 1:2 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 12.03.2008 |
| BrasilAgro | 1:1 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 11.08.2012 |
| Braskem | 1:2 | Бразилия | Chemicals | Да | 01.04.2017 |
| Cementos Argos | 1:5 | Колумбия | Construct.&Materials | Да | 10.20.2008 |
| Cementos Argos | 1:5 | Колумбия | Construct.&Materials | Да | 05.15.2013 |
| Cementos Pacasmayo SAA | 1:5 | Перу | Construct.&Materials | Да | 02.13.2012 |
| Cemex | 1:10 | Мексика | Construct.&Materials | Да | 03.15.2011 |
| Cemex | 1:10 | Мексика | Construct.&Materials | Да | 03.29.2010 |
| Centrais Eletricas Brasileiras | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 10.13.2016 |
| Cielo | 1:1 | Бразилия | Financial Services | Да | 02.22.2010 |
| Companhia Brasileira de Distribuica | 1:1 | Бразилия | Food &Drug Retailers | Да | 12.07.2015 |
| Companhia Energetica de Minas Gerais-CEMIG | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 06.12.2007 |
| CPFL Energia | 1:2 | Бразилия | Electricity | Да | 01.08.2015 |
| CR2 Empreendimentos Imobiliarios | 1:4 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 02.09.2009 |
| Ecopetrol | 1:20 | Колумбия | Oil & Gas Producers | Да | 09.18.2008 |
| ENEVA | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 05.08.2009 |
| Equatorial Energia | 1:1 | Бразилия | Electron.&ElectricEq | Да | 06.04.2009 |
| Estacio Participacoes | 1:1 | Бразилия | Support Services | Да | 06.17.2011 |
| Fibra Inn | 1:10 | Мексика | Travel & Leisure | Да | 12.28.2015 |
| Gafisa | 1:2 | Бразилия | HouseGoods&HomeConst | Да | 03.21.2007 |
| General Shopping Brasil | 1:73 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 08.10.2016 |
| Gerdau | 1:1 | Бразилия | Indust.Metals&Mining | Да | 07.01.2013 |
| Gol Linhas | 1:2 | Бразилия | Travel & Leisure | Да | 04.17.2017 |

Продолжение Таблицы А.2

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| GP Investments | 1:2 | Бразилия | Financial Services | Да | 03.23.2010 |
| Grana y Montero S.A.A. | 1:5 | Перу | Construct.&Materials | Да | 08.01.2013 |
| Gruma | 1:1 | Мексика | Food Producers | Нет | 12.28.2015 |
| Grupo Aeroportuario-OMA | 1:8 | Мексика | IndustrialTransport. | Да | 12.27.2012 |
| Grupo Aval Acciones y Valores | 1:20 | Колумбия | Financial Services | Да | 09.22.2014 |
| Grupo Bimbo | 1:4 | Мексика | Food Producers | Да | 05.02.2016 |
| Grupo de Inversiones Suramericana | 1:2 | Колумбия | Financial Services | Да | 10.15.2008 |
| Grupo de Inversiones Suramericana | 1:1 | Колумбия | Financial Services | Да | 03.09.2012 |
| Grupo Financiero Banorte | 1:5 | Мексика | Banks | Да | 06.05.2009 |
| Grupo Nutresa | 1:1 | Колумбия | Food Producers | Да | 12.04.2009 |
| Grupo Sanborns | 1:5 | Мексика | General Retailers | Да | 01.27.2014 |
| Grupo Televisa | 1:5 | Мексика | Media | Да | 09.20.2007 |
| Grupo TMM | 1:5 | Мексика | IndustrialTransport. | Да | 06.18.2012 |
| Hypera | 1:1 | Бразилия | Food Producers | Да | 05.26.2010 |
| ICA | 1:4 | Мексика | Construct.&Materials | Да | 07.28.2016 |
| Impulsora del Desarrollo y el Empleo en America Latina | 1:10 | Мексика | Financial Services | Да | 11.18.2009 |
| Itau CorpBanca | 1:1500 | Чили | Banks | Да | 05.07.2012 |
| JBS | 1:2 | Бразилия | Food Producers | Да | 12.01.2008 |
| JSL | 1:2 | Бразилия | IndustrialTransport. | Да | 04.03.2013 |
| Kimberly Clark De Mexico | 1:5 | Мексика | Personal Goods | Да | 02.25.2014 |
| Kroton Educacional S.A. | 1:1 | Бразилия | Support Services | Да | 10.07.2013 |
| Latam Airlines Group | 1:1 | Чили | Travel & Leisure | Да | 10.28.2011 |
| Light | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 11.17.2008 |
| Lojas Renner | 1:1 | Бразилия | General Retailers | Да | 02.21.2017 |
| Lupatech | 1:1 | Бразилия | Industrial Engineer. | Да | 11.16.2009 |
| Marfrig Global Foods | 1:1 | Бразилия | Food Producers | Да | 09.02.2010 |
| Maxcom Telecomunicaciones | 1:1 | Мексика | Fixed Line Telecom. | Да | 11.13.2014 |
| Mexichem | 1:2 | Мексика | Chemicals | Нет | 10.20.2008 |
| Mills Estruturas e Servicos | 1:1 | Бразилия | Construct.&Materials | Да | 11.14.2013 |
| Minera Frisco | 1:2 | Мексика | Mining | Да | 01.20.2011 |
| Minerva | 1:4 | Бразилия | Food Producers | Да | 04.07.2011 |
| MMX Mineracao e Metalicos | 1:1 | Бразилия | Indust.Metals&Mining | Да | 02.05.2007 |
| MRV Engenharia | 1:2 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 05.30.2014 |
| OdontoPrev | 1:2 | Бразилия | HealthCareEquip.&Ser | Да | 10.26.2012 |
| Oi | 1:5 | Бразилия | Fixed Line Telecom. | Да | 11.23.2009 |
| Oi | 1:1 | Бразилия | Fixed Line Telecom. | Да | 06.23.2016 |
| OLEO E GAS PARTICIPACOES | 1:1 | Бразилия | Oil & Gas Producers | Да | 05.08.2009 |
| Organizacion Soriana | 1:5 | Мексика | General Retailers | Нет | 10.12.2011 |
| OSX Brasil | 1:1 | Бразилия | Oil & Gas Producers | Да | 12.06.2010 |
| Paulista | 1:1 | Бразилия | Electricity | Да | 01.16.2013 |
| PDG Realty | 1:2 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 12.08.2008 |
| Petroleo Brasileiro-Petrobras | 1:2 | Бразилия | Oil & Gas Producers | Да | 01.03.2012 |
| PPLA Participations | 1:1 | Бразилия | Banks | Да | 12.29.2017 |
| Qualicorp | 1:1 | Бразилия | Nonlife Insurance | Да | 07.28.2014 |
| Raia Drogasil | 1:1 | Бразилия | Pharma. & Biotech. | Да | 03.21.2016 |
| Santander Mexico | 1:5 | Мексика | Financial Services | Да | 10.01.2012 |
| Santos Brasil | 1:5 | Бразилия | IndustrialTransport. | Да | 12.11.2007 |

Продолжение Таблицы А.1

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| SLC Agricola | 1:1 | Бразилия | Support Services | Да | 08.08.2011 |
| Tecnisa | 1:2 | Бразилия | Real Estate Inv&Serv | Да | 02.05.2007 |
| Telefonica Brasil | 1:1 | Бразилия | Fixed Line Telecom. | Да | 01.28.2013 |
| Usiminas | 1:1 | Бразилия | Indust.Metals&Mining | Да | 11.20.2007 |
| Vale | 1:1 | Бразилия | Indust.Metals&Mining | Да | 12.22.2015 |
| Valid Solucoes e Servicos de Segura | 1:1 | Бразилия | Support Services | Да | 06.03.2011 |
| Vitro | 1:5 | Мексика | Construct.&Materials | Нет | 03.04.2016 |
| Wal-Mart de Mexico | 1:10 | Мексика | General Retailers | Да | 01.23.2006 |
| Weg | 1:1 | Бразилия | Electron.&ElectricEq | Да | 09.28.2010 |

## **Приложение Б. Средние избыточные и кумулятивные избыточные доходности и их статистическая значимость**

Таблица Б.1 – Средние избыточные доходности

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| t | EMEA | | Латинская Америка | |
| Некризисный период | Кризисный период | Некризисный период | Кризисный период |
| -10 | 0,09% | -0,41% | 0,12% | 0,01% |
| -9 | -0,05% | -0,37% | 0,41%\*\* | 0,12% |
| -8 | 0,23%\*\* | -0,25% | 0,32%\* | 0,26% |
| -7 | 0,17% | 0,41% | -0,20% | 0,23% |
| -6 | 0,27%\*\* | -0,83%\*\* | -0,08% | -0,17% |
| -5 | 0,12% | -0,38% | 0,06% | -0,65%\*\* |
| -4 | 0,08% | -0,45% | 0,12% | 0,26% |
| -3 | 0,34%\*\* | -0,27% | 0,55%\*\* | -0,28%\* |
| -2 | 0,21%\* | -1,48%\*\* | 0,51%\*\* | 0,17% |
| -1 | 0,03% | 0,44% | 0,34%\* | -0,68%\*\* |
| 0 | -0,07% | 0,03% | -0,11% | 0,03% |
| 1 | -0,13% | -0,22%\*\* | -0,24% | -0,52%\*\* |
| 2 | -0,02% | 0,18% | 0,52%\*\* | -0,21% |
| 3 | 0,09% | -0,53%\* | 0,22% | -0,52%\*\* |
| 4 | -0,01% | -1,29%\*\* | -0,21% | -0,92%\*\* |
| 5 | 0,16% | -1,4%\*\* | -0,11% | -0,30% |
| 6 | 0,2%\* | 1,26%\* | 0,33%\* | 0,11% |
| 7 | 0,21%\* | -0,03% | -0,12% | -0,89%\*\* |
| 8 | 0,16% | -0,18% | 0,34%\* | -0,51%\*\* |
| 9 | -0,03% | 0,13% | 0,45%\*\* | 0,18% |
| 10 | 0,28%\*\* | -0,69%\*\* | 0,07% | -0,28%\* |

**\*-**значимо при 10% уровне значимости; \*\*-значимо при 5% уровне значимости

Таблица Б.2 – Кумулятивные средние избыточные доходности

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | EMEA | | Латинская Америка | |
|  | Некризисный период | Кризисный период | Некризисный период | Кризисный период |
| CAAR(-10,10) | 2,339% | -5,290% | 3,430% | -4,259% |
| t-stat | 2,15 | -4,81 | 2,76 | -3,74 |