

ФИНАНСЫ ГОСУДАРСТВА И ПРЕДПРИЯТИЙ FINANCES OF THE STATE AND ENTERPRISES

УДК 336.64
DOI 10.52575/2687-0932-2026-53-1-85-95
EDN FLFARP

Влияние эффекта якоря на доходность покупателя в сделках слияния и поглощения

Малышев А.А., Бородин А.И., Гордиенко М.С.
Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова,
Россия, 115054, Москва, Стремянный переулок, д. 36
malishev.a3@edu.rea.ru, Borodin.AI@rea.ru, Gordienko.MS@rea.ru

Аннотация. Статья посвящена исследованию влияния когнитивного искажения инвесторов (эффекта якоря) на доходность акций отечественных компаний-покупателей в сделках слияния и поглощения с применением корреляционно-регрессионного анализа. Целью статьи является разработка и анализ регрессионных моделей, описывающих зависимость изменения котировок акций от предрассудков инвесторов, для выявления закономерностей и эффективности фондового рынка России, а также подготовка рекомендаций по распознаванию и учету субъективного восприятия сделок слияний и поглощений агентами экономических отношений. Авторы статьи знакомят читателя с основной методологией исследования, характером собранной информационной базы, моделями ожидаемых доходностей акций и различными комбинациями моделирования аномальной доходности, отражающей на себе эффект якоря. В результате исследования подтверждено влияние эффекта якоря на фондовый рынок РФ, получены формулы и коэффициенты уравнений регрессий доходностей, установлена статистическая значимость уравнений регрессий и их факторных признаков. Подход может применяться в задачах оценки эффективности страновых рынков капитала, в том числе в сравнении их скорости реакции на события сделок M&A и соответствующем уровне неопределенности, а также по нивелированию эффекта переоценки актива при покупке ценных бумаг. Проект реализуется в интересах широкого круга инвесторов, желающих адаптировать порядок принятия решений под поведенческий фактор и учесть его в собственных инвестиционных стратегиях.

Ключевые слова: эффект якоря, поведенческая экономика, корреляционно-регрессионный анализ, сделки M&A, слияния и поглощения

Для цитирования: Малышев А.А., Бородин А.И., Гордиенко М.С. 2026. Влияние эффекта якоря на доходность покупателя в сделках слияния и поглощения. *Экономика. Информатика*, 53(1): 85–95. DOI 10.52575/2687-0932-2026-53-1-85-95. EDN FLFARP

The Impact of the Anchoring Effect on Acquirer Returns in Mergers and Acquisitions

Alexey A. Malyshev, Alexander I. Borodin, Mikhail S. Gordienko
Plekhanov Russian University of Economics
36 Stremyanny Ln., Moscow 115054, Russia
malishev.a3@edu.rea.ru, Borodin.AI@rea.ru, Gordienko.MS@rea.ru

Abstract. This article examines the impact of investor cognitive bias (the anchoring effect) on the stock returns of domestic acquiring companies in mergers and acquisitions (M&A) using correlation-regression analysis.

© Малышев А.А., Бородин А.И., Гордиенко М.С., 2026

The aim of the paper is to develop and analyze regression models that describe the dependence of stock price changes on investor biases, in order to identify patterns and assess the efficiency of the Russian stock market, as well as to formulate recommendations for recognizing and accounting for the subjective perceptions of M&A deals by market participants. The authors introduce the reader to the core research methodology, the nature of the collected data, expected stock return models, and various combinations for modeling abnormal returns reflecting the anchoring effect. The study confirms the influence of the anchoring effect on the Russian stock market, provides formulas and coefficients for the return regression equations, and establishes the statistical significance of both the regression equations and their factor variables. This approach can be applied to assess the efficiency of national capital markets, including comparing their speed of reaction to M&A events and the corresponding level of uncertainty, as well as mitigating the asset overvaluation effect when purchasing securities. The project will benefit of a wide range of investors seeking to adapt their decision-making process to behavioral factors and incorporate them into their own investment strategies.

Keywords: anchoring effect, behavioral economics, correlation-regression analysis, M&A deals, mergers and acquisitions

For citation: Malyshev A.A., Borodin A.I., Gordienko M.S. 2026. The Impact of the Anchoring Effect on Acquirer Returns in Mergers and Acquisitions. *Economics. Information Technologies*, 53(1): 85–95 (in Russian) DOI 10.52575/2687-0932-2026-53-1-85-95. EDN FLFARP

Введение

На сегодняшний день последствия событий на финансовых рынках трудно недооценить. Особого внимания заслуживает анализ сделок по слиянию и поглощению компаний. Подобного рода сделки влияют на финансовое состояние покупателя и продавца, объединяют ресурсы компаний, позволяют применять патенты и технологии в большем объеме, задействовать эффект масштаба компанией в рамках целевого сектора экономики. Анализ сделок M&A позволяет оценить финансовую привлекательность и стратегическую целесообразность сделки, выявить синергетические эффекты, в т. ч. снижение затрат и рост доходов, спрогнозировать будущие денежные потоки и стоимость объединенной компании. Один из факторов, который стоит учитывать – это эффект якоря. Эффект якоря показывает одну из характеристик поведения инвесторов на фондовом рынке в случае, если компания-покупатель является публичной компанией.

Эффект якоря – это феномен из поведенческой экономики, когнитивное искажение инвесторов, в контексте сделок слияний и поглощений отражается в изменении котировки акции компании-покупателя в момент объявления о событии сделки в зависимости от значений котировок акции за предыдущие периоды [Stepanova, 2018; Xiao, 2020]. Исследователями иностранных фондовых рынков доказано, что покупатели получают повышенную доходность своих акций в момент объявления сделки, если стоимость акции до поглощения была значительно ниже своего максимального значения на горизонте 52 недель (года), и имеют дело с более низкой доходностью, если стоимость акции близка к своему пику на периоде года [Borodin, 2020]. Такое поведение инвесторов вызвано их необъективной оценкой стоимости компании, низкой эффективностью исследуемого рынка. Исследование эффекта якоря позволяет количественно оценить степень влияния поведенческих предубеждений инвесторов на стоимость компании в момент объявления о сделке слияния и поглощения.

Поведение субъекта экономических отношений основано на предубеждении о некоторой первоначальной стоимости актива. Инвесторы проходят через два этапа – они создают в своем сознании «якорь», а затем адаптируют свое финальное решение о покупке или продаже актива на основе данного «якоря», выражающегося стоимостью акции на горизонте года в данном случае.

Объект и методы исследования

Первым этапом является сбор статистики, т. е. информационной базы исследования. Процесс сбора данных основывается на регистрации факта события сделки, ее даты, а затем и котировок акций компании-покупателя (дневных доходностей) с остальными переменными. В выборку вошли 83 сделки слияния и поглощения. Отобранные сделки соответствуют следующим критериям: акции компании-покупателя торгуются на бирже, а IPO произошло как минимум за один год до даты сделки. Также были собраны данные по суммам сделок, объему капитализации покупателя за год до сделки, флаг соответствия отрасли компании-покупателя и компании-цели, флаг наличия листинга акций цели на бирже в момент объявления сделки, посчитано отношение суммы сделки к капитализации покупателя.

Первой составной переменной доходности компании-покупателя является ожидаемая доходность ее собственных акций (формула 1). Модельные значения доходностей акций (ожидаемая доходность) рассчитаны на горизонте $[-20; +20]$ торговых дней (нулевой день соответствует дню анонса сделки) на основе линейной регрессионной функции, предложенной МакКинли [MacKinlay, 1997], где независимым фактором является рыночная доходность индекса ММВБ. Для получения коэффициентов уравнений был выбран горизонт $[-120; -21]$ дней (полгода)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где R_{it} – доходность акции i на периоде t , R_{mt} – рыночная доходность на периоде t , α_i – константа линейной регрессии i -ой акции, ε_{it} – ошибка регрессии, β_i – коэффициент регрессии i -ой акции.

Одна из регрессий ожидаемой доходности на примере акции Сбер изображена на рис. 1.

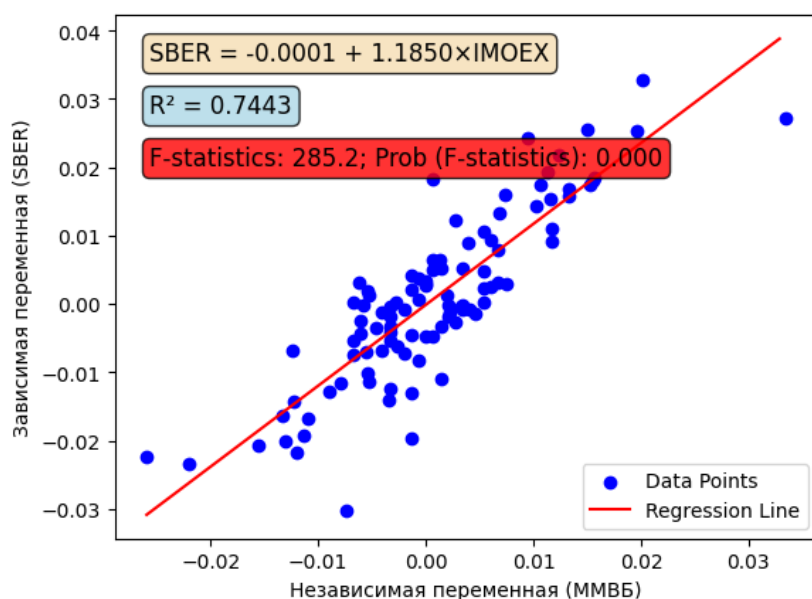


Рис. 1. График регрессии ожидаемых доходностей акции СБЕР, составлено авторами
Fig. 1. Regression chart of expected returns of SBER shares, composed by the authors

Для получения фактической кумулятивной аномальной доходности (CAR), которая будет непосредственно отражать эффект якоря, необходимо рассчитать аномальные доходности (формула 2, 3). При вычислении аномальной доходности необходимо обладать следующими переменными: дневными доходностями изучаемой акции (реальная доходность), модельными дневными доходностями этой же акции на том же изучаемом отрезке времени (ожидаемая доходность)

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}, \quad (2)$$

где R_{it} – доходность i -ой акции в границах τ от даты сделки, $R_{m\tau}$ – рыночная доходность на периоде в границах τ от даты сделки, $\hat{\alpha}_i$ – модельная константа линейной регрессии i -ой акции, $\hat{\beta}_i$ – модельный коэффициент регрессии i -ой акции

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}, \quad (3)$$

где AR_{it} – аномальная доходность i -ой акции в границах τ от даты сделки.

Исходя из того, что ожидаемые, а, следовательно, аномальные доходности рассчитаны на горизонте $[-20; +20]$, то и кумулятивные доходности рассчитаны на этом же интервале. Дополнительно был произведен расчет кумулятивной аномальной доходности на интервалах $[-10; +10]$, $[-5; +5]$, $[-5; +3]$, $[-5; +1]$.

Показатель якоря (RPR) представляет собой отношение котировки акции до события сделки к ее пиковому значению в прошлом на определенном горизонте (формула 4). В исследовании Джорджа и Хванга было предложено использовать пиковое значение за 54 недели (1 год) [George, Hwang, 2004]. В данном исследовании также были протестированы альтернативные якоря на интервале 1, 2 и 3 последних кварталов, на 75 %, 90 % и 95 % квантиле последнего года

$$RPR_{365} = \frac{y_{t-21}}{\max[y_{t-250}; y_{t-22}]}, \quad (4)$$

где y_{t_0} – цена закрытия акции в торговый день анонса сделки.

Регрессионное моделирование было произведено для тестирования следующей гипотезы: эффект якоря на российском фондовом рынке существует и статистически значим; покупатель получает большую доходность от анонсирования сделки при меньшей стоимости акции относительно годового пика.

Для моделирования зависимости кумулятивной аномальной доходности от эффекта якоря было использовано многофакторное уравнение линейной регрессии (метод наименьших квадратов), основанное на разработанной методологии Ма [Ma, 2016]. Общее уравнение выглядит следующим образом (формула 5):

$$CAR_i = \alpha + \beta_0 RPR + \beta_1 \text{Общий сектор экономики} + \beta_2 \text{Наличие листинга цели} + \beta_3 \frac{\text{Сумма сделки}}{\text{Капитализация покупателя за 1 год до сделки}} + \beta_4 \ln(\text{Сумма сделки}) + \beta_5 \ln(\text{Капитализация покупателя за 1 год до сделки}) + \varepsilon_i \quad (5)$$

Результаты и их обсуждение

Описательная статистика

Анализ сделок слияния и поглощения позволяет сделать вывод, что большая их часть сконцентрирована в нефтегазовом и финансовом секторах экономики (табл. 1). База данных была собрана из ряда информационных источников, включая Керп – Кэпт (ранее KPMG) [Рынок слияний и поглощений, 2013, 2014, 2023, 2024], информационные материалы Sбonds Review [Рынок слияний и поглощений, 2013, 2014, 2023, 2024], данные Investing.com [Котировки акций...], Московской Биржи [Котировки акций...] и SMART-LAB [Уровень капитализации компаний..., Обзор российского рынка M&A, 2019; 2020; 2021].

Описательная статистика основных переменных представлена в табл. 2. Из статистики видно, что при увеличении интервала события абсолютные значения максимума и минимума аномальной доходности растут, что свидетельствует об увеличении разброса значений и стандартного отклонения. Это показывает, что больший интервал позволяет зарегистрировать более позднюю максимальную реакцию рынка на слияния, что в том числе характерно для менее эффективных рынков.

Таблица 1
Table 1

Распределение сделок по секторам экономики, составлено авторами
Distribution of M&As by economic sector, composed by the authors

Сектор экономики	Долл. США \$	Удельный вес, %	Кол-во сделок
Нефтегазовый сектор	65 733 272 727	57,35	32
Финансы	17 097 666 667	14,92	17
Электроэнергетика	14 713 000 000	12,84	3
Телекоммуникации	4 873 914 286	4,25	13
Горная металлургия	3 975 000 000	3,47	2
Ритейл	3 330 904 762	2,91	4
Металлургия	1 679 000 000	1,46	3
Угольная промышленность	914 000 000	0,80	1
Строительство	797 000 000	0,70	1
Сельское хозяйство	627 390 244	0,55	3
Химическая промышленность	588 000 000	0,51	2
Остальная промышленность	256 000 000	0,22	1
Медицина	33 000 000	0,03	1

Таблица 2
Table 2

Описательная статистика основных переменных, составлено авторами
Descriptive statistics of main variables, composed by the authors

Переменная	Минимум	Q1	Среднее	Медиана	Q3	Максимум	СКО
CAR[-20;+20]	-0,384	-0,072	0,017	0,003	0,073	0,649	0,140
CAR[-10;+10]	-0,312	-0,04	0,024	0,001	0,068	0,454	0,117
CAR[-5;+5]	-0,179	-0,03	0,024	-0,002	0,042	0,502	0,103
CAR[-5;+3]	-0,153	-0,029	0,015	0,001	0,038	0,35	0,081
CAR[-5;+1]	-0,095	-0,022	0,016	-0,001	0,033	0,354	0,073
RPR1	0,16	0,77	0,85	0,88	0,95	1,00	0,13
Сумма сделки, млн долл. США	1	186	1 394	412	1 276	16 000	2 713
Капитализация, млн долл. США	87	6 656	33 695	16 926	54 708	130 581	35 635
Сумма сделки / капитализация	0,00	0,01	0,16	0,03	0,13	2,39	0,37

Далее было произведено разделение выборки на две части – с большими и меньшими значениями якоря на интервале [-20; +20] (выше и ниже медианного значения RPR1 соответственно). По данным табл. 3, можно сделать вывод о том, что более низким значениям якоря соответствуют более высокие значения аномальных доходностей, т. е. чем меньше цена акции относительно своего годового максимума перед сделкой, тем выше фактические кумулятивные аномальные доходности, что подтверждает наличие эффекта якоря на российском фондовом рынке. Максимальная разница средних значений зарегистрирована на интервале [-5; +5] и составила 2,53 %.

Моделирование эффекта якоря

Вначале были проанализированы однофакторные модели на разных временных интервалах и для якорей, рассчитанных разными способами. При использовании в качестве якоря классического горизонта в один год с максимальным пиком в знаменателе наилучшие результаты дает модель на интервале [-20; +20] с коэффициентом детерминации равным 11,1 % на уровне значимости 0,2 % и модель на интервале [-5; +1] с коэффициентом детерминации равным 12,6 % на уровне значимости 0,1 %. Коэффициент переменной,

отражающей эффект якоря, является отрицательным, поэтому при приближении котировки акции к своему годовому пику перед сделкой переменная увеличивается, при этом сильнее снижая доходность покупателя. Также значимые результаты были получены при использовании якоря на интервале одного квартала [-62; -22] на моделях [-20; +20], [-5; +5], [-5; +1] с коэффициент детерминации равным 11,8 %, 13,8 %, 15,5 % соответственно на уровне значимости 0,2-0,1 %. Модели на интервале [-20; +20] являются стабильно качественными на всех разновидностях расчета якоря. Якорь на горизонте одного года и последнего квартала показывает наиболее валидные результаты. Относительно низкие значения коэффициентов детерминации не имеют существенного значения, поскольку гипотеза тестирует статистическую значимость вариации доходности (результативного показателя) от вариации якоря (факторного признака). В табл. 4 приведены основные параметры моделей на примере годового и квартального интервала.

Таблица 3
Table 3

Средние значения кумулятивных аномальных доходностей в выборках наименьших и наибольших значений якоря, составлено авторами
 Average values of cumulative abnormal returns in the samples of the smallest and largest anchor values, composed by the authors

Переменная	Вся выборка, %	Низкий якорь, %	Высокий якорь, %	Разница выборок, %
CAR[-5;+1]	1,63	1,67	1,59	0,08
CAR[-5;+3]	1,46	1,63	1,30	0,33
CAR[-5;+5]	2,36	3,62	1,10	2,53
CAR[-10;+10]	2,36	2,58	2,15	0,43
CAR[-20;+20]	1,74	2,25	1,23	1,02

Таблица 4
Table 4

Показатели однофакторных моделей эффекта якоря, составлено авторами
 Parameters of single-factor anchoring effect models, composed by the authors

	Модель 1 CAR[-20; +20]	Модель 2 CAR[-10; +10]	Модель 3 CAR[-5; +5]	Модель 4 CAR[-5; +3]	Модель 5 CAR[-5; +1]
Константа	0,311 (0,001)	0,158 (0,058)	0,202 (0,006)	0,156 (0,006)	0,179 (0,000)
RPR365	-0,346 (0,002)	-0,158 (0,102)	-0,210 (0,013)	-0,166 (0,012)	-0,191 (0,001)
R-squared	0,111	0,033	0,075	0,076	0,126
F-statistic	9,9850	2,729	6,456	6,599	11,53
p-value(F)	0,002	0,102	0,013	0,012	0,001
Константа	0,588 (0,001)	0,364 (0,018)	0,473 (0,000)	0,334 (0,002)	0,357 (0,000)
RPR_Q1	-0,618 (0,002)	-0,369 (0,027)	-0,487 (0,001)	-0,346 (0,002)	-0,369 (0,000)
R-squared	0,118	0,06	0,133	0,109	0,155
F-statistic	10,6600	5,095	12,32	9,837	14,71
p-value(F)	0,002	0,027	0,001	0,002	0

Далее были построены модели также на всех интервалах события сделки, на годовом и квартальном якорях, но уже с использованием всех независимых переменных, перечисленных в формуле 1. Модель на интервале [-20; +20] с якорем на горизонте 1 года имеет коэффициент детерминации, равный 18,3 % на уровне 0,2 % значимости. Наилучший результат дала модель на интервале [-5; +5] с якорем на горизонте 1 года с коэффициентом детерминации, равным 44 % на уровне значимости <0,01 %. Точность моделей практически идентична как на горизонте якоря в 1 год, так и на последнем квартале, что может говорить о том, что инвесторы в одинаковой степени учитывают исторические котировки акций как за год, так и за последний квартал. На рис. 2 изображены параметры базовой модели на горизонте 1 года с якорем в пределах +/-20 дней от даты сделки.

OLS Regression Results

```

=====
Dep. Variable:          car_20_20  R-squared:              0.183
Model:                 OLS        Adj. R-squared:         0.118
Method:                Least Squares  F-statistic:           2.803
Date:                  Mon, 12 Jan 2026  Prob (F-statistic):    0.0163
Time:                  21:42:37      Log-Likelihood:        53.666
No. Observations:      82          AIC:                   -93.33
Df Residuals:          75          BIC:                   -76.48
Df Model:               6
Covariance Type:       nonrobust
=====

```

	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
const	0.5743	0.275	2.087	0.040	0.026	1.122
rpr_max365	-0.2958	0.112	-2.631	0.010	-0.520	-0.072
industry	-0.0100	0.031	-0.319	0.751	-0.073	0.053
listed	-0.0032	0.038	-0.084	0.934	-0.079	0.073
ratio	0.0176	0.052	0.337	0.737	-0.086	0.121
ln_size	-0.0213	0.012	-1.767	0.081	-0.045	0.003
ln_deal	0.0099	0.010	0.939	0.351	-0.011	0.031

```

=====
Omnibus:                8.300  Durbin-Watson:          2.419
Prob(Omnibus):          0.016  Jarque-Bera (JB):       13.147
Skew:                   0.330  Prob(JB):               0.00140
...
=====

```

Рис. 2. Параметры модели на горизонте 1 года с якорем в пределах +/- 20 торговых дней от даты сделки, составлено авторами

Fig. 2. Model parameters on a one-year horizon with an anchor within +/- 20 trading days from the transaction date, composed by the authors

На основании полученных многофакторных моделей можно произвести исключение незначимых факторов из регрессий на уровне 10 % значимости. В основной модели на интервале события [-20; +20] с якорем на горизонте в 1 год коэффициент детерминации равен 16,5 % на уровне значимости <0,01 %. Значимой переменной помимо константы и якоря является объем капитализации покупателя. Это означает, что на наибольшем из возможных горизонтов фиксирования сделки инвесторы считают крупные компании менее доходными в подобных условиях. Это может быть связано как с более высокой ликвидностью акций подобных компаний ввиду их распространенности, так и большим объемом информации на рынке, что снижает уровень неопределенности, следовательно, снижается аномальная доходность. Научная литература предоставляет достаточно доказательств прямой зависимости неопределенности и эффекта якоря [Tversky, 1974; Jacowitz, 1995; Mussweiler, 2000]. Используя интервал [-5; +5], можно получить коэффициент детерминации, равный 42,1 %, однако важно учитывать уровень значимости переменных, где константа и якорь значимы на уровне 8 % и 6 % соответственно, что является не совсем надежным результатом. Также на интервале [-5; +5] значимо соотношение суммы сделки к капитализации. Переменная суммы сделки связана с уровнем неопределенности, поскольку крупные сделки сложнее поддаются корректной оценке. Она оказалась незначимой. График регрессии для интервала сделки [-5; +5] и остатки визуализированы на рис. 3 и 4 соответственно, в табл. 5 расположены параметры очищенных многофакторных моделей.

Для проверки робастности результатов модели были введены несколько видов якорей, рассчитанных альтернативным способом. Для этого выше в расчет были внедрены якоря на горизонте одного, двух и трех кварталов, перцентильное деление цены акций за последний год на уровне 75 %, 90 % и 95 %. На основании построенных однофакторных и многофакторных моделей в большинстве случаев якоря оказались значимыми независимыми переменными (табл. 6), что подтверждает робастность результата и демонстрирует эффект якоря при использовании всех способов его расчета. Также была исследована применимость эффекта якоря к индексу московской биржи (ММВБ) для проверки зависимости котировок акций от годовых пиков рыночного индекса. Однако коэффициент рыночного якоря оказался незначим (рис. 5).

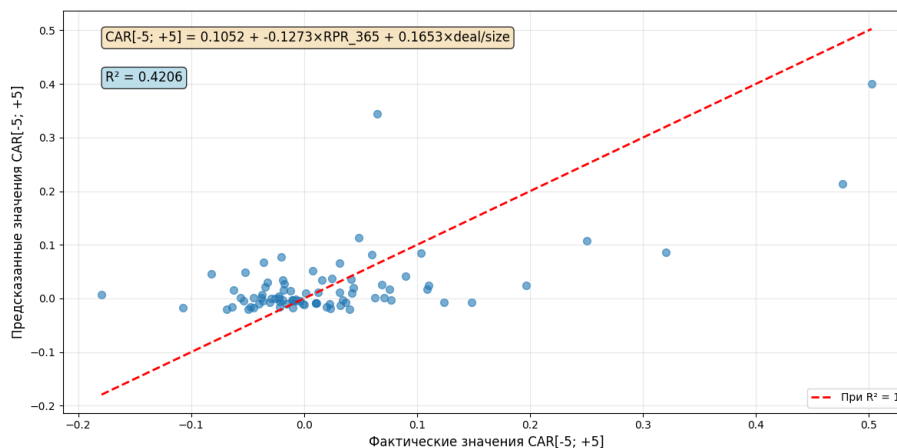


Рис. 3. График регрессии на горизонте 1 года с якорем в пределах +/- 5 торговых дней от даты сделки, составлено авторами

Fig.3. Regression chart over a one-year horizon with an anchor within +/- five trading days from the trade date, composed by the authors

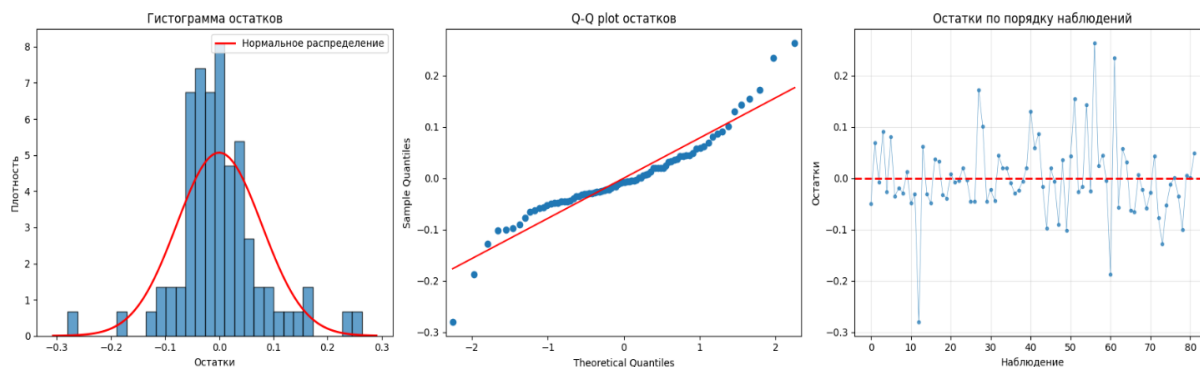


Рис. 4. Графики остатков модели на горизонте 1 года с якорем в пределах +/- 5 торговых дней от даты сделки, составлено авторами

Fig. 4. Charts of the model's residuals on a one-year horizon with an anchor within +/- five trading days from the trade date, composed by the authors

Таблица 5
Table 5

Значимые переменные многофакторных моделей эффекта якоря, составлено авторами
 Significant variables of multivariate anchoring effect models, composed by the authors

	Модель 1 CAR[-20; +20]	Модель 2 CAR[-10; +10]	Модель 3 CAR[-5; +5]	Модель 4 CAR[-5; +3]	Модель 5 CAR[-5; +1]
1	2	3	4	5	6
Константа	0,742 (0,001)	0,084 (0,283)	0,105 (0,074)	0,468 (0,000)	0,451 (0,000)
RPR365	-0,290 (0,010)	-0,095 (0,291)	-0,127 (0,06)	-0,126 (0,048)	-0,156 (0,006)
Сектор экономики	-	-	-	-	-
Листинг цели	-	-	-	0,033 (0,083)	-
Сумма сделки / капитализация	-	0,126 (0,000)	0,165 (0,000)	-	-
ln(Сумма сделки)	-	-	-	-	-
ln(капитализация)	-0,021 (0,027)	-	-	-0,015 (0,004)	-0,013 (0,006)
R-squared	0,165	0,189	0,421	0,199	0,206
F-statistic	7,8040	9,2	28,68	6,44	10,23
p-value(F)	0,0008	0,0003	0	0,0006	0,0001

Окончание табл. 5
End of Table 5

1	2	3	4	5	6
Константа	0,897 (0,000)	0,198 (0,186)	0,254 (0,023)	0,555 (0,000)	0,549 (0,000)
RPR_Q1	-0,493 (0,014)	-0,209 (0,190)	-0,277 (0,021)	-0,249 (0,029)	-0,291 (0,004)
Сектор экономики	-	-	-	-	-
Листинг цели	-	-	-	0,032 (0,09)	-
Сумма сделки / капитализация	-	0,119 (0,000)	0,158 (0,000)	-	-
ln(Сумма сделки)	-	-	-	-0,014 (0,012)	-0,011 (0,019)
ln(капитализация)	-0,018 (0,056)	-	-	-	-
R-squared	0,158	0,195	0,434	0,208	0,212
F-statistic	7,3900	9,575	30,26	6,82	10,66
p-value(F)	0,0011	0,0002	0	0,0004	0

Таблица 6
Table 6

Значения коэффициентов и значимости переменной якоря в однофакторных моделях,
составлено авторами
Values of the coefficients and significance of the anchor variable in single-factor models,
composed by the authors

	Модель 1 CAR[-20; +20]	Модель 2 CAR[-10; +10]	Модель 3 CAR[-5; +5]	Модель 4 CAR[-5; +3]	Модель 5 CAR[-5; +1]
RPR365	-0,346 (0,002)	-0,158 (0,102)	-0,210 (0,013)	-0,166 (0,012)	-0,191 (0,001)
RPR_Q1	-0,618 (0,002)	-0,369 (0,027)	-0,487 (0,001)	-0,346 (0,002)	-0,369 (0,000)
RPR_Q2	-0,498 (0,001)	-0,275 (0,033)	-0,356 (0,001)	-0,25 (0,005)	-0,248 (0,002)
RPR_Q3	-0,411 (0,001)	-0,202 (0,057)	-0,264 (0,004)	-0,196 (0,007)	-0,205 (0,002)
RPR365_q0.75	-0,334 (0,002)	-0,141 (0,122)	-0,186 (0,02)	-0,130 (0,038)	-0,145 (0,009)
RPR365_q0.9	-0,349 (0,002)	-0,146 (0,127)	-0,191 (0,023)	-0,144 (0,03)	-0,166 (0,005)
RPR365_q0.95	-0,339 (0,003)	-0,142 (0,144)	-0,187 (0,027)	-0,146 (0,028)	-0,172 (0,004)

```

OLS Regression Results
=====
Dep. Variable:          car_20_20      R-squared:                0.124
Model:                  OLS           Adj. R-squared:           0.054
Method:                 Least Squares  F-statistic:              1.772
Date:                   Mon, 12 Jan 2026  Prob (F-statistic):       0.116
Time:                   21:03:55      Log-Likelihood:          50.805
No. Observations:      82           AIC:                     -87.61
Df Residuals:          75           BIC:                     -70.76
Df Model:               6
Covariance Type:       nonrobust
=====
                    coef    std err   t      P>|t|   [0.025   0.975]
-----
const              0.5729    0.299    1.918   0.059   -0.022    1.168
rpr_mmvb          -0.1887    0.159   -1.183   0.240   -0.506    0.129
industry          -0.0136    0.033   -0.419   0.676   -0.078    0.051
listed            0.0020    0.039    0.052   0.959   -0.077    0.081
ratio             0.0389    0.054    0.724   0.471   -0.068    0.146
ln_size          -0.0225    0.012   -1.802   0.076   -0.047    0.002
ln_deal           0.0072    0.011    0.669   0.506   -0.014    0.029
=====
Omnibus:              22.028    Durbin-Watson:           2.554
Prob(Omnibus):        0.000    Jarque-Bera (JB):        65.906
Skew:                 0.764    Prob(JB):                4.88e-15
...
=====

```

Рис. 5. Модель для проверки значимости рыночного эффекта якоря, составлено авторами
Fig.5. A model for testing the significance of the market anchoring effect, composed by the authors

Заключение

Гипотеза о наличии эффекта якоря на российском рынке подтверждается. Результаты исследования выявили статистически значимую отрицательную зависимость между величиной аномальной доходности покупателя в сделках М&А и значением показателя якоря (близости цены акции к историческому максимуму). Чем выше значение якоря (т. е. чем ближе котировка к своему пику), тем ниже аномальная доходность, что указывает на влияние когнитивной предвзятости инвесторов.

Наиболее актуальными являются долгосрочные горизонты оценки. Эффект якоря наиболее стабилен и значим при расчете на горизонте одного года и последнего квартала, а также на широком интервале событий – [-20; +20] торговых дней относительно сделки. Эти модели демонстрируют стабильное качество и значимость коэффициентов.

Многофакторный анализ выявил ключевые факторы, определяющие доходность покупателя. Наиболее значимая модель (в интервале [-20; +20] доходности) подтвердила важность не только эффекта якоря, но и размера компании-покупателя. Отрицательная связь между аномальной доходностью и капитализацией согласуется с гипотезой информационной эффективности: операции крупных компаний подлежат более тщательному контролю, что снижает неопределенность и вероятность аномальной доходности.

Эффект якоря специфичен для отдельных акций и не распространяется на рыночный индекс. Попытка применить концепцию якоря к рыночному индексу ММВБ не выявила статистически значимой связи. Это указывает на то, что выявленный эффект является характеристикой восприятия инвесторами отдельных котировок компаний-покупателей, а не общего состояния рынка.

Результаты надежны. Тестирование на робастность с использованием различных методов расчета эффекта якоря подтвердило надежность и воспроизводимость полученных результатов, что усиливает обоснованность выводов.

Таким образом, гипотеза исследования подтверждена на значимом статистическом уровне. Фондовый рынок России в разрезе отдельных акций покупателя демонстрирует подверженность эффекту якоря при анонсе сделок слияний и поглощений.

Список источников

- Котировки акций // Investing.com [Электронный ресурс]. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 05.01.2026)
- Котировки акций // Московская биржа [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.moex.com/ru/data/> (дата обращения: 05.01.2026)
- Обзор российского рынка М&А за 2019 год // Cbonds Review, 2021 [Электронный ресурс]. – URL: <https://review.cbonds.info/download/5499> (дата обращения: 05.01.2026)
- Обзор российского рынка М&А за 2020 год // Cbonds Review, 2021 [Электронный ресурс]. – URL: <https://review.cbonds.info/download/5499> (дата обращения: 05.01.2026)
- Обзор российского рынка М&А за 2021 год // Cbonds Review, 2022 [Электронный ресурс]. – URL: <https://review.cbonds.info/article/magazines/5675/> (дата обращения: 05.01.2026)
- Рынок слияний и поглощений в России в 2013 году // KPMG, 2014 [Электронный ресурс]. – URL: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2014/09/S_MA_3r_2014.pdf (дата обращения: 05.01.2026)
- Рынок слияний и поглощений в России в 2014 году // KPMG, 2015 [Электронный ресурс]. – URL: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2015/04/S_MA_4r_2015.pdf (дата обращения: 05.01.2026)
- Рынок слияний и поглощений в России в 2023 – начале 2024 г. // kept, 2024 [Электронный ресурс]. – URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2024/06/ru-kept-ma-2023-survey.pdf> (дата обращения: 05.01.2026)
- Рынок слияний и поглощений в России в 2024 г. // kept, 2025 [Электронный ресурс]. – URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2025/03/ru-kept-ma-2024-survey.pdf> (дата обращения: 05.01.2026)

Уровень капитализации компаний // SMART-LAB [Электронный ресурс]. – URL: https://smart-lab.ru/q/shares_fundamental2/ (дата обращения: 05.01.2026)
Ma Q., Whidbee D. A., Zhang W. A. 2016. Anchoring and Acquisitions. AFA 2017 Paper.

References

- Borodin A., Ziyadin S., Islyam G., Panaedova G. 2020. Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2): 34–47. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2020/13-2/3>
- George T. J., Hwang C. Y. 2004. The 52-week high and momentum investing. *The Journal of Finance*, 59(5): 2145–2176.
- Jacowitz K. E., Kahneman D. 1995. Measures of anchoring in estimation tasks. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 21(11): 1161–1166.
- MacKinlay A. C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1): 13–39.
- Mussweiler T., Strack F. 2000. Numeric judgments under uncertainty: The role of knowledge in anchoring. *Journal of experimental social psychology*, 36(5): 495–518.
- Stepanova A., Savelyev V., Shaikhutdinova M. 2018. The Anchoring Effect in Mergers and Acquisitions: Evidence from an Emerging Market. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.3110502.
- Tversky A., Kahneman D. 1974. Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science, New Series*, 185 (4157): 1124–1131.
- Xiao H. 2020. Anchoring in international merger and acquisition equity decisions: evidence from Chinese firms. *Baltic Journal of Management*, 15(3): 395–410, doi: <https://doi.org/10.1108/BJM-04-2019-0124>

Конфликт интересов: о потенциальном конфликте интересов не сообщалось.

Conflict of interest: no potential conflict of interest related to this article was reported.

Поступила в редакцию 09.02.2026

Поступила после рецензирования 24.02.2026

Принята к публикации 27.02.2026

Received February 09, 2026

Revised February 24, 2026

Accepted February 27, 2026

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Мальшев Алексей Андреевич, магистрант кафедры финансов устойчивого развития, Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, г. Москва, Россия

Бородин Александр Иванович, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансов устойчивого развития, Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, г. Москва, Россия

Гордиенко Михаил Сергеевич, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансов устойчивого развития, Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, г. Москва, Россия

INFORMATION ABOUT THE AUTHORS

Alexey A. Malyshev, Master's student of the Department for Finance of Sustainable Development, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Alexander I. Borodin, Doctor of Economics, Associate Professor, Professor of the Department for Finance of Sustainable Development, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Mikhail S. Gordienko, Doctor of Economics, Associate Professor, Professor of the Department for Finance of Sustainable Development, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia