

DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-262-274

УДК 336.64,336.76(045)

JEL G34

Анализ реакции рынка на информацию о слияниях и поглощениях высокотехнологичных семейных компаний Китая

Е. М. Рогова^а, К. А. Суходольский^б, А. В. Трибуш^с^а Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация;^{б, с} НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург, Санкт-Петербург, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Слияния и поглощения (M&A) являются одной из наиболее распространенных стратегий развития бизнеса. Хотя в последние годы рынок слияний и поглощений характеризуется значительной турбулентностью, компании с семейной собственностью часто выступают как стратегические покупатели, особенно в высокотехнологичном секторе экономики. Это относится и к китайским семейным компаниям, которые характеризуются высокой активностью в сделках слияний и поглощений. **Предметом** исследования являются сделки слияний и поглощений в высокотехнологичном секторе, осуществленные китайскими семейными компаниями за период 2018–2022 гг. **Цель** исследования – определить реакцию финансового рынка Китая на информацию о сделках слияний и поглощений, совершаемых публичными семейными компаниями в секторе высоких технологий. Исследование проведено методами событийного анализа и множественной регрессии на выборке из 259 китайских семейных компаний. Эмпирически установлено, что рынок положительно реагирует на информацию о сделках: 75% сделок в выборке генерируют положительную кумулятивную избыточную доходность, в целом на 1,7% превышающую нормальную доходность, рассчитываемую на основе рыночной модели. Ценность для акционеров возрастает с ростом доли семейной собственности в капитале приобретающей компании и снижается с уменьшением этой доли. Осуществление сделки, диверсифицирующей бизнес приобретающей компании, положительно связано с реакцией инвесторов. Управление же компанией генеральным директором, не являющимся членом семьи, воспринимается рынком отрицательно. На положительную реакцию рынка влияет независимость совета директоров компании, а большой размер совета директоров отрицательно связан с созданием ценности для акционеров. Также отрицательно связаны с реакцией рынка трансграничные сделки. Результаты исследования могут быть полезны менеджменту российских компаний и инвесторам в силу развивающихся экономических связей между российским и китайским бизнесом и возрастающим интересом российских инвесторов к китайскому рынку. Они представляют интерес и для исследователей слияний и поглощений на развивающихся рынках.

Ключевые слова: слияния и поглощения; семейные компании; китайский рынок; высокотехнологичные компании; событийный анализ

Для цитирования: Рогова Е. М., Суходольский К. А., Трибуш А. В. Анализ реакции рынка на информацию о слияниях и поглощениях высокотехнологичных семейных компаний Китая. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(4):262-274. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-262-274

Analysis of the Market Reaction to the Information on Mergers and Acquisitions of High-Tech Family-Owned Companies in China

E. M. Rogova, K. A. Sukhodolsky, A. V. Tribush

^а Saint Petersburg State University, Saint-Petersburg, Russian Federation;^{б, с} HSE University – Saint-Petersburg, Saint-Petersburg, Russian Federation

ABSTRACT

Mergers and acquisitions (M&A) are used by many companies as a strategy for business expansion. Despite the turbulence of this market in recent years, family-owned companies often act as strategic acquirers, especially in the high-tech sector of the economy. Chinese family-owned companies are active players in this market. The **object** of the study are mergers

and acquisitions performed by Chinese family-owned companies in high-tech sector of the economy from 2018 to 2022. The **purpose** of the study is the reaction of the Chinese stock market to the announcements on mergers and acquisitions made by high-tech public family-owned companies. The study was conducted by event study and multiple regression analysis methods on a sample of 259 Chinese family companies that had announced mergers and acquisitions in the high-tech sector. It was revealed that the market reacts positively to information about such transactions: 75% of deals in the sample generate positive cumulative abnormal returns, 1.7% higher on average than the return calculated based on the market model. Shareholder value increases as the share of family ownership in the acquiring company increases and decreases as the share decreases. Market reaction is positive when a deal diversifies the core business portfolio. If a chief executive officer does not belong to the owner's family, the deal is perceived negatively by the market. A positive market reaction is related to the independence of the acquirer's board of directors, whereas the large size of the board of directors is negatively associated with cumulative abnormal returns. Cross-border deals are negatively related to the market reaction. The results of the study may be useful for the management of Russian companies considering internationalization and investors due to the growing economic ties between Russian and Chinese businesses. They are also of interest to researchers who study mergers and acquisitions in emerging markets.

Keywords: mergers and acquisitions; family-owned companies; Chinese market; high-tech companies; event study analysis

For citation: Rogova E.M., Sukhodolsky K.A., Tribush A.V. Analysis of the market reaction to the information on mergers and acquisitions of high-tech family-owned companies in China. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(4):262-274. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-4-262-274

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы рынок слияний и поглощений (далее — M&A) характеризуется значительной турбулентностью. В 2021 г. общая стоимость сделок M&A в мире достигла рекордной суммы — 5,9 трлн долл. США. Впоследствии она снизилась: в 2022 г. на 36%, а в 2023 г. еще на 15%. Тем не менее за последнее десятилетие стоимостной объем сделок ни разу не опускался ниже 3,2 трлн долл. В 2023 г. изменилась структура рынка по типам покупателей. Стоимость сделок, совершенных стратегическими инвесторами и компаниями, осуществляющими серийные поглощения, сократилась лишь на 6%, в то время как сделки, совершенные венчурными фондами и фондами прямых инвестиций, упали в стоимости на 42% по сравнению с 2022 г.¹ С учетом этого обстоятельства, особый интерес для исследователей в текущих условиях представляют сделки M&A, совершаемые компаниями — стратегическими или серийными покупателями.

Семейные компании, которые находятся под контролем основателя или его потомков и членов семьи, часто выступают в роли таких покупателей [1]. Они характеризуются особенностями корпоративного управления, связанными с разрешением возможных противоречий между акционерами, представляющими компанию,

контролирующую семью, и неконтролирующими акционерами, а также между контролирующими акционерами и самой семьей [2, 3]. Уровень семейного контроля оказывает влияние и на само решение о поглощении, и на ожидания рынка относительно сделки [4]. Поскольку владельцы семейных фирм стремятся к долгосрочному развитию и росту благосостояния, стратегические инвестиции в поглощение высокотехнологических компаний полностью соответствуют их целям [5].

Цель данной статьи — изучение реакции финансового рынка Китая на информацию о сделках M&A высокотехнологических семейных компаний. Выбор страны объясняется большим количеством таких компаний на китайском рынке, а также многолетней высокой активностью китайских компаний на рынке слияний и поглощений [6].

СЕМЕЙНЫЕ ФИРМЫ И СДЕЛКИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В КИТАЕ

К семейным компаниям относят фирмы, находящиеся под акционерным контролем основателя или членов его семьи по крови или браку [7]. В работах [8, 9] выявлена положительная реакция акционеров на информацию о сделках M&A, осуществленных семейными высокотехнологическими компаниями в Канаде, уменьшающаяся по мере роста концентрации семейного контроля. Вследствие этого базовая гипотеза нашего исследования следующая:

H0. На китайском финансовом рынке реакция акционеров на объявления о сделках M&A, совершаемых семейными высокотехнологическими

¹ Global M&A Report 2024: Gaining an edge in a market reset. New York, NY: Bain & Company; 2024. 120 p. URL: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global_m_and_a_report_2024.pdf (дата обращения: 30.01.2024).

компаниями, является статистически значимой и положительной.

Анализируя результативность сделок M&A, исследователи приходят к выводу, что семейные компании могут лучше, чем несемейные, использовать инновационный потенциал приобретенных фирм [11]. Высокий уровень доверия между акционерами и руководством позволяет семейным компаниям успешно выстраивать долгосрочные отношения с сотрудниками, поставщиками и клиентами [11, 12]. Семейные компании менее склонны к риску, чем несемейные, что объясняется концепцией социоэмоционального богатства [7]: стремление сохранить семейные ценности является мотивом для отказа от высокорискованных решений, которые, даже потенциально выгодные, могут поставить эти ценности под угрозу.

Сравнивая финансовые показатели семейных и несемейных индийских компаний, A. Gupta и T. Nashier [13] заключают, что наличие несемейных руководителей и членов советов директоров способствует повышению рыночной ценности компаний при невысокой доле семейной собственности. Однако по мере увеличения доли семейной собственности эффективность мониторинга со стороны представителей акционеров — не членов семьи снижается.

На основании изученной литературы мы выдвигаем гипотезу:

H1: Реакция фондового рынка на объявления о сделках M&A высокотехнологичных китайских компаний меняется в зависимости от доли семейной собственности в капитале приобретающей компании: при высокой доле семейной собственности она положительна, а при низкой — отрицательна.

Стремление сохранить социоэмоциональное богатство семьи объясняет склонность семейных компаний к поглощениям в не связанных с основным бизнесом отраслях [14, 15]. Это позволяет владельцам диверсифицировать свои бизнес-портфели без продажи семейных акций.

Авторы статьи [16], рассматривая приобретения семейными компаниями фирм, осуществляющих исследования и разработки (НИОКР), выявили противоречивые тенденции. Стремясь сохранить социоэмоциональное богатство, в краткосрочной перспективе такие фирмы избегают рискованных решений. Однако инвестиции в НИОКР позволяют наращивать ценность в долгосрочной перспективе, что отвечает интересам семейных компаний. Авторы предположили, что семейные фирмы меньше инвестируют в сферу НИОКР по сравнению с несемейными, однако

разнообразие этих инвестиций выше, чем у несемейных фирм. Эти выводы также подкрепляют гипотезу о склонности семейных компаний к диверсификации долгосрочных инвестиций:

H2: Реакция китайского финансового рынка на информацию о диверсифицирующих сделках M&A, осуществленных семейными высокотехнологичными компаниями, является статистически значимой и положительной.

В работе [17] отмечается, что на уровень риска влияет разнообразие советов директоров: чем оно ниже, тем больше рисков принимают китайские семейные компании. К схожим выводам приходят авторы исследования [18]: небольшой размер совета директоров, присутствие независимых директоров и разделение должностей председателя совета директоров и генерального директора снижают консерватизм семейных фирм в отношении сделок M&A. Хотя присутствие наемных топ-менеджеров, как правило, повышает операционную и финансовую результативность компании [19], руководители — члены контролирующей семьи более успешны в осуществлении поглощений, чем наемные CEO [8].

На основании вышеизложенного можно сформулировать третью гипотезу.

H3: Если высокотехнологичная семейная компания управляется профессиональным (наемным) руководителем, реакция китайского рынка на информацию об осуществляемых ею поглощениях будет значимой и отрицательной.

СБОР И АНАЛИЗ ДАННЫХ

Эмпирическое исследование проводилось методом событийного анализа с помощью базы данных Win.d², которая содержит информацию о сделках M&A за период 2018–2022 гг. На первом этапе были выбраны китайские публичные компании, отвечающие следующим критериям: контрольный пакет акций принадлежит членам одной семьи; деятельность компании относится к сфере высоких технологий. Выбор отраслей проведен на основании работы [20], описывающей границы и особенности высоких технологий в Китае. Далее были собраны данные о сделках M&A по следующим критериям: известны даты объявления сделки и ее завершения; сделка по приобретению или слиянию компаний имеет статус завершенной (сделки по приватизации и реструктуризации бизнеса не

² URL: <https://www.wind.com.cn/portal/en/WDS/index.html> (дата обращения: 30.01.2024).

Таблица 1 / Table 1

**Переменные, используемые при построении моделей исследования /
Description of Variables for the Models of the Study**

Переменная / Variable	Описание / Description
1. Семейный контроль и семейная структура	
Доля собственности семьи (FO_stake)	Доля акций компании, принадлежащих семье
Механизмы усиления контроля (CEM)	Фиктивная переменная: принимает значение 1 при наличии у приобретающей компании нескольких классов голосующих акций, пирамидального или перекрестного владения акциями и 0 при отсутствии таких механизмов
Фиктивная переменная наемного генерального директора (CEO)	Фиктивная переменная: 1, если приобретающей фирмой до сделки руководил генеральный директор, не являющийся членом семьи, и 0, если CEO – член контролирующей семьи
2. Характеристики приобретающей компании	
Фиктивная переменная институциональной собственности (IOW)	Фиктивная переменная: 1, если один или несколько институциональных инвесторов владеют 10% или более акций приобретающей фирмы до сделки, и 0, если доля владения институциональных инвесторов меньше 10%
Независимость совета директоров (BI)	Соотношение числа не связанных с компанией директоров к общему числу членов совета директоров в приобретающей фирме до сделки
Размер совета директоров (BS)	Количество членов совета директоров в приобретающей фирме до сделки
Двойная занятость (CEOCOB)	Фиктивная переменная: 1, если генеральный директор приобретающей фирмы также является председателем совета директоров до сделки, и 0, если эти должности не совмещаются
3. Характеристики компании – цели и сделки	
Публичная компания-цель (PT)	Фиктивная переменная: 1, если компания-цель прошла листинг на фондовой бирже, и 0, если акции компании-цели не торгуются на бирже
Диверсификация (D)	Фиктивная переменная: 1, если покупатель и компания-цель имеют различные классификаторы деятельности, и 0, если классификаторы деятельности покупателя и компании-цели совпадают
Трансграничная сделка (CB)	Фиктивная переменная: 1, если юрисдикция страны компании-цели не Китай, и 0, если приобретается китайская фирма
Стоимость сделки (log_value)	Логарифм общей стоимости сделки

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

рассматривались); стоимость сделки превышает 10 млн долл. США или эквивалентную сумму в китайских юанях.

Полученные при первичной выгрузке более 4700 наблюдений были очищены следующим образом. Во-первых, исключены наблюдения с пропущенными значениями. Во-вторых, исключены повторные сделки в течение одного года для одной компании, чтобы избежать эффекта наложения одного события на другое. В-третьих, уточнено присутствие акций компаний в листинге биржи в период сделки. Наконец, были исключены

акции компаний, в которых в рассматриваемые периоды происходили события, которые потенциально могли повлиять на цены. В финальной выборке осталось 259 наблюдений.

По каждой компании, с помощью базы Stratosphere.io³, были собраны данные о ценах акций, генеральном директоре компании, размере и составе совета директоров, доле собственности, принадлежащей семье основателя, и другие данные о корпоративном управлении.

³ URL: <https://www.stratosphere.io> (дата обращения: 30.01.2024).

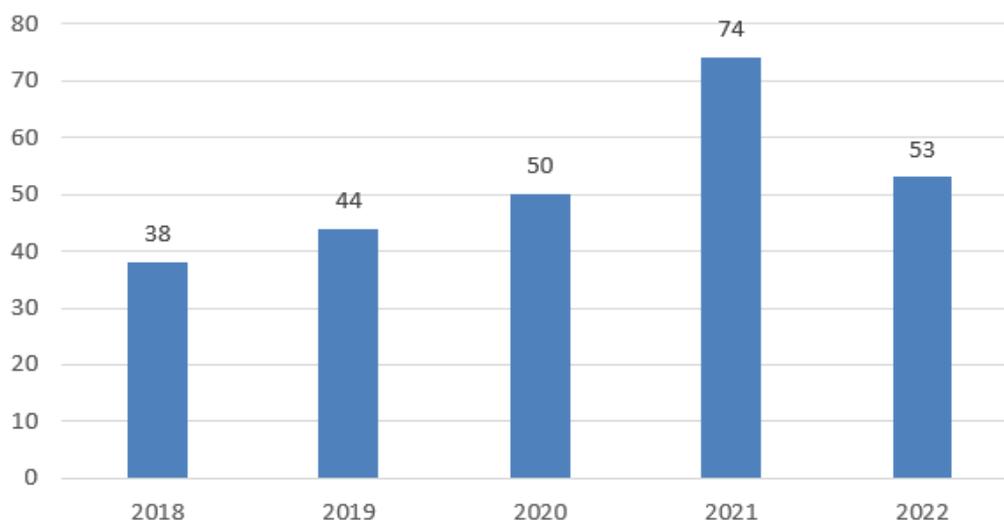


Рис. 1 / Fig. 1. Количество сделок M&A по годам / The Distribution of M&A Deals by Year

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

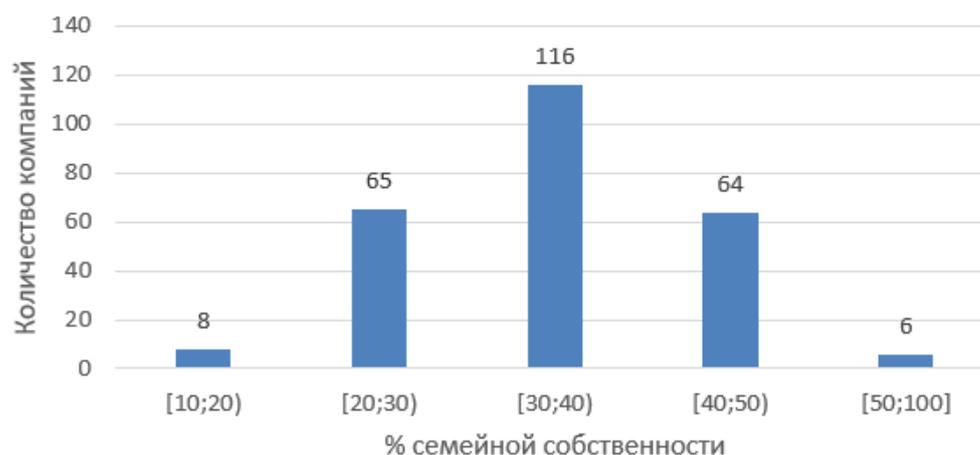


Рис. 2 / Fig. 2. Количество компаний с долей семейной собственности из интервала, % / The Distribution of Companies by the Share of Family Ownership in Capital from the Interval, %

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

В табл. 1 представлены переменные, используемые при построении моделей исследования. Зависимая переменная — кумулятивная избыточная доходность акций приобретающей компании (cumulative abnormal return, CAR). Выбор независимых переменных был осуществлен на основе работ других исследователей, рассматривавших сходные проблемы [2, 8, 21–25].

Распределение количества сделок по годам показано на рис. 1. Пиковое значение в 2021 г. объясняется восстановлением экономики в постпандемийный период. Наблюдается рост количества сделок, т.е. семейные компании в Китае наращивают активность на рынке слияний и поглощений.

На рис. 2 показано распределение компаний выборки по доле семейной собственности в капитале. Минимальное значение всей выборки и первой группы составляет 11,5%, максимальное значение выборки и последней группы — 62,5%. Группы компаний с наименьшей и наибольшей долями семейной собственности в капитале немногочисленны (8 и 6 из 259 компаний соответственно), группы компаний с долей семейной собственности от 20 до 30% и от 40 до 50% представлены практически одинаково (65 и 64 соответственно) и составляют 52% от всей выборки. Наибольшее представительство имеют компании с долей семьи от 30 до 40% (116 компаний, или 46,5%).

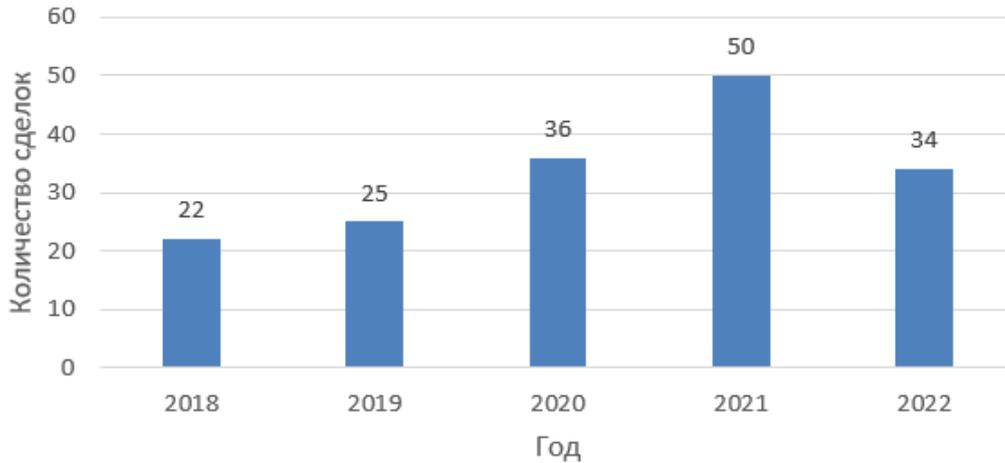


Рис. 3 / Fig. 3. Количество диверсифицированных сделок М&А по годам / The Distribution of Diversifying M&A Deals by Year

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Таблица 2 / Table 2

Описательная статистика переменных / Descriptive Statistics for Variables

Переменная / Variable	Среднее значение / Mean	Минимальное значение / Min	Максимальное значение / Max	Медианное значение / Median
Доля собственности семьи (FO_stake)	0,3506	0,1152	0,625	0,3474
Механизмы усиления контроля (СЕМ)	0,2703	0	1	0
Фиктивная переменная наемного генерального директора (CEO)	0,7066	0	1	1
Фиктивная переменная институциональной собственности (IOW)	0,2201	0	1	0
Независимость совета директоров (BI)	0,72	0,62	0,77	0,74
Размер совета директоров (BS)	8,9	8	11	9
Двойная занятость (СЕОСОВ)	0,2162	0	1	0
Публичная компания-цель (PT)	0,305	0	1	0
Диверсификация (D)	0,6448	0	1	1
Трансграничная сделка (CB)	0,2625	0	1	0
Стоимость сделки (log_value)	5,283	4,847	6,992	5,176

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Кумулятивная аномальная доходность в окне события (CAR) / Cumulative Abnormal Return in the Event Window (CAR)

Период / Window	Среднее значение / Mean	Медиана / Median	t-статистика / t-statistics	Доля положительных CAR, % / Share of positive CAR (%)
[-1; +1]	0,0171	0,0157	11,165***	74,90%

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Примечание / Note: уровни значимости: *** $p < 0,001$. В скобках представлена t-статистика / Significance levels: *** $p < 0,001$. t-statistics is given in parentheses.

В окне события [-1; +1] отмечается положительная (+1,7%) и значимая на уровне 0,1% реакция рынка на новости о сделках M&A китайских семейных компаний, что подтверждает базовую гипотезу исследования.

Рисунок 3 отражает динамику диверсифицирующих сделок. Пик приходится на 2021 г. Видно, что компании совершают все больше диверсифицирующих сделок: их доля в общем объеме сделок в 2018–2019 гг. составляла в среднем 57%, а в 2020 и 2022 гг. увеличилась до 68%. Всего за пятилетний период было осуществлено 167 таких сделок (64,5% от всех сделок).

Полная описательная статистика переменных представлена в табл. 2.

В 71% случаев приобретающей фирмой до сделки руководил генеральный директор, не являющийся членом семьи. В 65% сделок покупатель и компания-цель принадлежат к разным классификаторам деятельности. В 31% сделок компания-цель является публичной. В 27% сделок у приобретающей компании имеются механизмы усиления корпоративного контроля, такие как разные классы голосующих акций, пирамиды или перекрестное владение пакетами акций. Трансграничные сделки составляют 26% от общей выборки. В 22% сделок доля собственности институциональных инвесторов до сделки превышает 10%. 21,6% сделок осуществлено приобретающими компаниями, где должности генерального директора и председателя совета директоров совмещаются.

ТЕСТИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для проведения исследования использован метод событийного анализа, показывающий краткосрочную реакцию рынка на информацию о сделке и являющийся стандартным для ее анализа [26]. Метод событийного анализа [27] предполагает оценку кумулятивной избыточной доходности (CAR). Для расчета рыночной доходности выбран индекс SSE Composite, используются ежедневные котировки акций. Для каждой сделки была рассчитана ожидаемая доходность акций компании в диапазоне [-240; -40] дней, где 0 — день объявления сделки. Избыточная доходность определена по формуле:

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt}), \quad (1)$$

где AR_{it} — избыточная доходность акции i в день t ; R_{it} — фактическая доходность акции i в день t ; R_{mt} — доходность индекса биржи в день t ; $\hat{\alpha}_i$ и $\hat{\beta}_i$ — коэффициенты, полученные на основе регрессионного уравнения взаимосвязи доходности акций и рынка в течение периода оценивания, равного [-240; -40].

Сумма избыточных доходностей в окне события [-1, +1], где 0 день — день объявления сделки, представляет кумулятивную избыточную доходность CAR. Выбор окна события обусловлен тем, что оно использовалось другими авторами в исследованиях сходных событий [8, 0]. С помощью параметрического t -теста проверяется на значимость отличие кумулятивной избыточной доходности от нуля. Результаты представлены в табл. 3.

В окне события [-1; +1] CAR положительна (+1,7%) и значима на уровне 0,1%. Таким образом, отвергнута нулевая гипотеза о равенстве средней кумулятивной избыточной доходности нулю и подтверждена базовая гипотеза иссле-



Рис. 4 / Fig. 4. Распределение успешных сделок, вызвавших позитивную реакцию, по годам / Distribution of Deals with Positive CAR by Year

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

дования (H0) о том, что акционеры китайских семейных компаний, занимающихся высокими технологиями, позитивно реагируют на новости о сделках M&A. Отметим, что такая динамика характерна и для российского рынка: рост сто-

имости компаний после сделок M&A достигает пика в момент проведения сделки и впоследствии быстро снижается [28].

Распределение сделок с положительной CAR по годам (их можно расценивать как успешные в краткосрочной перспективе) представлено на рис. 4.

В 2020 и 2021 гг. доля успешных сделок была наибольшей за весь период наблюдения (80 и 82% соответственно). В 2019 и 2022 гг. доля успешных сделок немного ниже, чем в 2020 и 2021 гг. (примерно 71%). В 2018 г. доля сделок с положительной реакцией рынка составляла более половины всех сделок (63%).

Рассчитав среднее значение доли семейного владения для сделок с отрицательной и положительной CAR, мы получили интуитивное подтверждение первой гипотезы исследования. Для сделок с отрицательной CAR доля семейной собственности в капитале приобретающих компаний составляет 29,4%, а для сделок с положительной CAR — 37%, т.е. рост доли семейной собственности положительно взаимосвязан с реакцией рынка на информацию о сделке.

Для выявления взаимосвязей между характеристиками участвующих в сделках M&A компаний и реакцией рынка на информацию о сделках осуществлен регрессионный анализ. Первая модель включает все переменные, представленные в табл. 1.

Диверсифицированные сделки положительно взаимосвязаны с реакцией рынка. Это подтверждает вторую гипотезу нашего исследования. В статье, рассматривавшей подобную гипотезу, результаты ее тестирования оказались незначимыми. Использование для определения отрасли кода деятельности, указанного в бизнес-лицензиях организаций, позволило нам более точно определить, является ли сделка диверсифицированной.

Результаты оценки четырех моделей методом наименьших квадратов / Results for four OLS models

Переменная / Variable	Модель 1 / Model 1	Модель 2 / Model 2	Модель 3 / Model 3	Модель 4 / Model 4
FO_stake	0,1127	0,1129	0,1129	0,1136
	(8,343***)	(8,379***)	(8,390***)	(8,485***)
CEO	-0,0127	-0,0128	-0,0128	-0,0128
	(-5,641***)	(-5,699***)	(-5,724***)	(-5,751***)
CEM	-0,0013	-0,0013		
	(-0,587)	(-0,558)		
CB	-0,0009			
	(-0,373)			
IOW	-0,0013	-0,0014	-0,0013	
	(-0,546)	(-0,568)	(-0,542)	
BI	0,0659	0,0662	0,0663	0,0666
	(2,909**)	(2,927**)	(2,938**)	(2,950**)
BS	-0,0070	-0,006944	-0,006959	-0,006964
	(-5,259***)	(-5,259***)	(-5,279***)	(-5,290***)
CEOCOB	0,0064	0,006341	0,006286	0,006261
	(2,617**)	(2,597**)	(2,581*)	(2,574*)
PT	-0,0081	-0,0081	-0,0082	-0,0082
	(-3,604***)	(-3,656***)	(-3,674***)	(-3,707***)
D	0,0100	0,0101	0,0101	0,0102
	(4,464***)	(4,505***)	(4,554***)	(4,651***)
log_value	0,0035	0,0035	0,0035	0,0034
	-1,347	-1,336	(-1,318)	-1,296
Intercept	-0,0220	-0,0224	-0,0225	-0,0227
	(-0,785)	(-0,801)	(-0,804)	(-0,815)
R 2	0,5904	0,5902	0,5897	0,5892
F statistic	32,37***	35,72***	39,76***	44,82***

Источник / Source: расчеты авторов / Authors' calculations.

Примечание / Note: уровни значимости: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. В скобках представлена t -статистика / Significance levels: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. t -statistics is given in parentheses.

$$CAR_i = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} \times FO_{stake} + \beta_{2,i} \times CEO + \beta_{3,i} \times CEM + \beta_{4,i} \times CB + \beta_{5,i} \times IOW + \beta_{6,i} \times BI + \beta_{7,i} \times BS + \beta_{8,i} \times CEOCOB + \beta_{9,i} \times PT + \beta_{10,i} \times D + \beta_{11,i} \times \log_value + \varepsilon, \quad (2)$$

где i — отдельное окно событий для конкретной сделки.

В моделях 2–4 мы последовательно исключали переменные, оказавшиеся незначимыми. Во второй модели была исключена переменная, отвечающая за трансграничность сделки; в третьей модели — переменная, отвечающая за механизмы усиления контроля, а в четвертой — переменная институциональной собственности. Переменная стоимости сделки не исключена, так как она имеет важное экономическое значение. Результаты представлены в *табл. 4*.

Для сравнения и выбора лучшей модели использован информационный критерий Акаике, в соответствии с которым выбрана четвертая модель:

$$CAR_i = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} \times FO_{stake} + \beta_{2,i} \times CEO + \beta_{6,i} \times BI + \beta_{7,i} \times BS + \beta_{8,i} \times CEOCOB + \beta_{9,i} \times PT + \beta_{10,i} \times D + \beta_{11,i} \times \log_value + \varepsilon. \quad (3)$$

Проведенные тесты показали, что переменные распределены нормально, корреляция между переменными отсутствует, также отсутствуют гетероскедастичность и мультиколлинеарность.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ

В соответствии с выбранной моделью (*табл. 4*) значимыми, как минимум на 5%-ном уровне, оказались переменные: доли семейной собственности, наемного генерального директора, двойной занятости, размера и независимости совета директоров, диверсификации и публичной цели сделки.

Доля семейной собственности положительно связана с реакцией инвесторов на информацию о сделках M&A, что подтверждает гипотезу H1. Также выявлено, что при низкой доле семейной собственности CAR становится отрицательной (*рис. 4*). Это также подтверждает первую гипотезу исследования о характере взаимосвязи реакции рынка и семейного владения. Результаты совпадают с теми, которые получены в исследованиях [8, 9], но противоречат работе [19], где утверждается, что реакция рынка выше в том случае, когда наблюдается равенство между семейными и несемейными акционерами. Сходство с результатами, полученными в статье [8], можно объяснить сходством между канадскими и китайскими высокотехнологичными семейными компаниями по таким параметрам, как затраты на привлеченный капитал, доля независимых директоров в совете директоров, уровень регулирования рынка и др.

Выявлена отрицательная взаимосвязь между фиктивной переменной наемного генерального директора и кумулятивной избыточной доходностью, что подтверждает третью гипотезу исследования и совпадает с выводами работы [8]. Переменная двойной занятости руководителя, а также независимости совета директоров, имеет положительную взаимосвязь с избыточной доходностью. Таким образом, инвесторы позитивно реагируют на сделки, совершаемые компаниями, где семейный контроль осуществляется через совмещение представителем семьи функций генерального директора и председателя совета директоров. При этом важна независимость совета директоров, что согласуется с выводами исследований [17, 18]. В работе [18] авторы выявили, что меньший размер совета директоров вызывает положительную реакцию рынка на сделку. В нашей модели с увеличением размера совета директоров избыточная доходность также уменьшается.

Диверсифицированные сделки положительно взаимосвязаны с реакцией рынка. Это подтверждает вторую гипотезу нашего исследования и согласуется с результатами, полученными в работе [15]. В статье [8], рассматривавшей подобную гипотезу, результаты ее тестирования оказались незначимыми. Возможно, использование для определения отрасли кода деятельности, указанного в бизнес-лицензиях организаций, позволило нам более точно определить, является ли сделка диверсифицированной.

Объявления о трансграничных сделках, как видно из *табл. 4*, имеют негативную связь с реакцией рынка. Хотя эта связь статистически незначима, результат интересен и может быть объяснен быстрыми темпами роста китайской экономики, что создает привлекательные возможности для инвестиций в компании внутри страны.

Доля семейной собственности положительно связана с реакцией инвесторов на информацию о сделках M&A, что подтверждает гипотезу H1. Также выявлено, что при низкой доле семейной собственности избыточная доходность становится отрицательной.

ВЫВОДЫ

В работе эмпирически доказано, что объявления о сделках M&A китайских семейных публичных высокотехнологичных фирм имеют положительную и значимую взаимосвязь с избыточной доходностью акций покупателей, т.е. семейная собственность и семейное управление положительно в краткосрочном периоде создают ценность для инвесторов. Эта реакция усиливается с ростом доли семейной собственности в капитале приобретающих компаний; снижение же доли семейной собственности вызывает ослабление реакции рынка. Для рынка оказывается важным, что руководство компанией осуществляется членом

семьи: если генеральный директор не является членом семьи, рынок отрицательно реагирует на объявления о высокотехнологичных сделках M&A.

Полученные результаты представляют интерес для потенциальных инвесторов, так как позволяют предсказать, как изменятся цены акций компаний в момент объявления сделки. Учитывая активно развивающиеся экономические отношения между Китаем и Россией, есть основания предполагать, что результаты исследования могут представлять интерес для российских инвесторов, так как позволяют лучше понимать пути интеграции с китайскими покупателями, имеющими семейный характер собственности и управления.

Одним из ограничений данного исследования является то, что оно направлено лишь на изучение краткосрочной реакции акционеров на сделки M&A и не рассматривает изменение благосостояния инвесторов фирмы-покупателя в долгосрочной перспективе. Также не рассматривается взаимосвязь реакции инвесторов с механизмами корпоративного контроля. В дальнейших исследованиях стоит более внимательно изучить их особенности и характер влияния на реакцию инвесторов на информацию о сделках слияния и поглощения.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Caprio L., Croci E., Del Giudice A. Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*. 2011;17(5):1636–1657. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008
2. Defranq C., Huyghebaert N., Luypaert M. Influence of family ownership on the industry-diversifying nature of a firm's M&A strategy: Empirical evidence from Continental Europe. *Journal of Family Business Strategy*. 2016;7(4):210–226. DOI: 10.1016/j.jfbs.2016.11.002
3. Villalonga B., Amit R., Trujillo M.-A., Guzmán A. Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*. 2015;7:635–654. DOI: 10.1146/annurev-financial-110613-034357
4. Worek M. Mergers and acquisitions in family businesses: current literature and future insights. *Journal of Family Business Management*. 2017;7(2):177–206. DOI: 10.1108/JFBM-04-2016-0009
5. Tsai K. W., Wang J. External Technology Acquisition and Firm Performance: A Longitudinal Study. *Journal of Business Venturing*. 2008;23:91–112. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2005.07.002
6. Костюнина Г. М. Китайская практика слияний и поглощений. *Российский внешнеэкономический вестник*. 2009;5:14–23.
Kostyunina G. M. Chinese practice of mergers and acquisitions. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*. 2009;(5):14–23. URL: <https://journal.vavt.ru/rfej/article/view/1447> (In Russ.).
7. Gómez-Mejía L.R., Haynes K. T., Núñez-Nickel M., Jacobson K. J.L., Moyano-Fuentes J. Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*. 2007;52(1):106–137. DOI: 10.2189/asqu.52.1.106
8. André P., Ben-Amar W., Saadi S. Family firms and high technology Mergers & Acquisitions. *Journal of Management & Governance*. 2014;18(1):129–158. DOI: 10.1007/s10997-012-9221-x
9. Ahmed Y., Elsayed M., Chen Y. Does family ownership matter? Evidence of the payment method and market reaction to M&A deals in Taiwan. *International Journal of Accounting & Information Management*. 2023,31(3):440–454. DOI: 10.1108/IJAIM-10-2022-0231

10. Issah A.-B. Post M&A innovation in family firms. *European Journal of Innovation Management*. 2021;24(2):439–460. DOI: 10.1108/EJIM-11-2019-0319
11. Siciliano G., Prencipe A., Radhakrishnan S. Trust, family firms, and M&A quality. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 2022;32(1):1–27. DOI: 10.1080/16081625.2022.2067884
12. Tucker D.L., Lind S. Family Firms and Mergers and Acquisitions: The Importance of Transfer of Trust. In: Zubac A., Tucker D., Zwikael O., Hughes K., Kirkpatrick S. (eds). *Effective Implementation of Transformation Strategies*. Singapore: Palgrave Macmillan; 2022:387–406. DOI: 10.1007/978-981-19-2336-4_16
13. Gupta A., Nashier T. Family Ownership and Firm Performance. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. 2017;55(3–4):37–68.
14. Aktas N., Centineo S., Croci E. Value of Control in Family Firms: Evidence from Mergers and Acquisitions. *Multinational Finance Journal*. 2016;20(2):85–126. DOI: 10.2139/ssrn.2674827
15. Custódio C. Mergers and Acquisitions Accounting and the Diversification Discount. *The Journal of Finance*. 2014;69(1):219–240. DOI: 10.1111/jofi.12108.
16. Chrisman J.J., Patel P.C. Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives. *The Academy of Management Journal*. 2012;55(4):976–997. DOI: 10.5465/amj.2011.0211
17. Zhang C.L., Luo L. Board diversity and risk-taking of family firms: Evidence from China. *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2021;17(4):1569–1590. DOI: 10.1007/s11365-021-00769-z
18. Raithatha M.L., Ladkani R. Do board characteristics play a moderating role in M&A decisions of family firms? *International Journal of Emerging Markets*. 2023;18(11):5257–5279. DOI: 10.1108/IJOEM-07-2021-1068
19. Patel P., Cooper D. Structural power equality between family and non-family TMT members and the performance of family firms. *The Academy of Management Journal*. 2014;57(6):1624–1649
20. Zhao Z., Yang C. An Empirical Study of China's High-Tech Industry Innovation Capability in Transition. In: McKay H., Song L., eds. *Rebalancing and Sustaining Growth in China*. Canberra: ANU Press; 2012:289–308.
21. Benou G., Madura J. High tech acquisitions, firm specific characteristics and the role of investment bank advisors. *Journal of High Technology Management Research*. 2005;16(1):101–120. DOI: 10.1016/j.hitech.2005.06.006
22. Faccio M., Lang L.H.P. The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*. 2002;65(3):365–395. DOI: 10.1016/S 0304-405X(02)00146-0
23. La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*. 1999;54(2):471–517. DOI: 10.1111/0022-1082.00115
24. Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L.H.P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *The Journal of Finance*. 2002;57(6):2741–2771. DOI: 10.1111/1540-6261.00511
25. Wright P., Kroll M., Lado A., Van Ness B. The structure of ownership and corporate acquisition strategies. *Strategic Management Journal*. 2002;23(1):41–53. DOI: 10.1002/smj.208
26. Gupta I., Raman T.V. Shareholder's reaction to merger and acquisition announcement: Evidence from India's manufacturing sector. *Finance: Theory and Practice*. 2022;26(5):149–157. DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-5-149-15
27. Fama E., Fisher, L., Jensen M., Roll R. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*. 1969;10(1):1–21. DOI: 10.2307/2525569
28. Паштова Л.Г., Маймулов М.С. Эффективность рынка М&А в России: проблемы и перспективы. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(1):76–86. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86
Pashtova L. G., Maimulov M. S. M&A market efficiency in Russia: Problems and prospects. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(1):76–86. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Елена Моисеевна Рогова — доктор экономических наук, профессор Института «Высшая школа менеджмента», Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация

Elena M. Rogova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Graduate School of Management, Saint-Petersburg State University, Saint-Petersburg, Russian Federation

<http://orcid.org/0000-0002-1161-7159>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

e.rogova@gsom.spbu.ru



Кирилл Андреевич Суходольский — студент магистратуры, НИУ ВШЭ — Санкт-Петербург, Санкт-Петербург, Российская Федерация

Kirill A. Sukhodolskiy — Master program student, HSE University — Saint-Petersburg, Saint-Petersburg, Russian Federation

<http://orcid.org/0000-0006-0475-5955>

kasukhodolsky@edu.hse.ru



Александр Викторович Трибуш — студент магистратуры, НИУ ВШЭ — Санкт-Петербург, Санкт-Петербург, Российская Федерация

Aleksandr V. Tribush — Master program student, HSE University — Saint-Petersburg, Saint-Petersburg, Russian Federation

<http://orcid.org/0000-0005-7570-2327>

avtribush@edu.hse.ru

Заявленный вклад авторов:

Е.М. Рогова — постановка проблемы, разработка концепции статьи, сбор статистических данных, описание выводов.

К.А. Суходольский — критический анализ литературы, разработка гипотез исследования, анализ данных, моделирование.

А.В. Трибуш — разработка методов исследования, сбор статистических данных, моделирование, представление результатов.

Authors' declared contribution:

E. M. Rogova — development of the problem and concept of the paper, data collection, description of the results.

K. A. Sukhodolskiy — literature review, development of the hypotheses, data analysis and proceeding, modeling.

A. V. Tribush — development of the methodology, data collection, modeling, results description.

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 15.08.2023; после рецензирования 30.10.2023; принята к публикации 02.11.2024.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 15.08.2023; revised on 30.10.2023 and accepted for publication on 02.11.2024.

The authors read and approved the final version of the manuscript.