

В. В. Назарова

канд. экон. наук, доцент департамента финансов Национального исследовательского университета — Высшая школа экономики (Санкт-Петербург)

Ю. М. Айтюкова

магистр программы «Финансы» Национального исследовательского университета — Высшая школа экономики (Санкт-Петербург)

Л. Р. Токушева

магистр программы «Финансы» Национального исследовательского университета — Высшая школа экономики (Санкт-Петербург)

ВЛИЯНИЕ ESG ФАКТОРОВ ПРИ СОВЕРШЕНИИ ДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Введение

На данный момент как академическое сообщество, так и топ-менеджмент компаний становятся все более заинтересованными в исследовании взаимосвязи корпоративной социальной ответственности (corporate social responsibility — CSR/КСО) с финансовыми показателями. Существующие научные работы не позволяют сделать однозначный вывод о том, какое влияние оказывает применение принципов устойчивости на результаты деятельности компаний. ESG-рейтинг, в свою очередь, является наиболее прозрачным из всех доступных стейкхолдерам индикаторов уровня устойчивости компании.

Столкновение с экономической неопределенностью, вызванной распространением пандемии COVID-19, подняло волну обсуждений ESG-показателей как приоритета развития. Рынок слияний и поглощений (mergers and acquisitions — M&A) оказался самым перспективным в данном контексте. Намерения компаний трансформировать неопределенность в возможность, а также популярность сделок как инвестиционных стратегий роста привели к возникновению нового пересечения на рынке корпоративного контроля — ESG с M&A.

Это пересечение глобально изменило фокус среди компаний: теперь многие из них отдают приоритет ESG-показателям как фактору, влияющему на создание стоимости при слияниях и поглощениях. Согласно статье Damian, G., & Christina, C. (2020), показатели эффективности слияний и поглощений в условиях новой бизнес-среды несут в себе не только монетарный контекст, но и устойчивый. Согласно результатам опроса Deloitte's M&A 2022 Trends Survey report (2022), 77% респондентов учитывают ESG-метрики при расчете стоимости целевых компаний и оценке рисков, связанных с M&A. Положительная тенденция развития ESG в инвестиционной стратегии компании явно прослеживается и подтверждается в том числе ростом числа устойчивых или «зеленых» M&A: по данным Refinitif за 9 месяцев 2021 г. произошло 798 подобных сделок, что на 44% выше, чем в аналогичный период прошлого года. Исследователями (Deng et al., 2013; Salvi et al., 2018; Tampakoudis, Anagnostopoulou, 2020) были выявлены положительные взаимосвязи ESG-рейтинга компании-приобретателя с ее финансовыми показателями, такими как ROA, ROE, Tobin's Q, в долгосрочной перспективе. Тем не менее стоит отметить, что краткосрочные реакции рынка до сих пор остаются малоизученными.

Целью данной статьи является выявление влияния ESG-рейтинга на кумулятивную избыточную доходность акций российских и китайских компаний-приобретателей при совершении сделок слияний и поглощений.

Новизна текущего исследования заключается в том, что на данный момент нет никаких однозначных результатов о том, какое влияние оказывает ESG-рейтинг на благосостояние акционеров компаний-приобретателей в России и Китае в контексте сделок слияний и поглощений. Существующие научные труды покрывают лишь такие пробелы, как: краткосрочные эффекты на 23 развивающихся рынках капитала в период с 2008 по 2014 г. (Yen, André, 2019), реакции китайских инвесторов с 2010 по 2017 г. (Fang et al., 2019), а также взаимосвязь ESG-рейтинга с доходностью акций американских компаний-приобретателей с 2018 по 2021 г. (Tampakoudis et al., 2021).

В результате исследования предполагается подтвердить или опровергнуть следующие гипотезы:

H1: ESG-факторы оказывают статистически значимое влияние на кумулятивную избыточную доходность акций компаний-приобретателей в сделках M&A.

1.1. Повышение ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей отрицательно влияет на доходность их акций (Fang et al., 2019).

1.2. Повышение E- и S-компонент ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей отрицательно влияет на доходность их акций ввиду агентских проблем (Yen, André, 2019).

1.3. Повышение G-компоненты ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей положительно влияет на доходность их акций (Broadstock et al., 2020; Tampakoudis et al., 2021; Cornell, 2021; Малофеева, 2020).

Существуют детерминанты, сопутствующие ESG-факторам, которые оказывают статистически значимое влияние на кумулятивную избыточную доходность акций компаний-приобретателей в сделках M&A.

2.1. Наличие отчета об устойчивом развитии у компании-цели отрицательно влияет на доходность акций компаний-приобретателей, тогда как наличие отчета у компании-приобретателя имеет положительное влияние.

Подобное ожидание строится на предположении о том, что наличие отчета может привести к завышению уплачиваемой премии, что потенциально вызовет негативную реакцию рынка (Tampakoudis et al., 2021; Cornell, 2021). В работе (Maung, Wilson, Yu, 2020) в свою очередь, обнаружили, что иницилирующие сделку компании платят более низкие премии за цели с худшими CSR-показателями, чем у них самих. Это позволяет аналогично выстроить предположение о положительном эффекте отчета об устойчивом развитии приобретателя.

2.2. Размер, увеличение коэффициента финансового рычага TD/EQ компании-приобретателя (Barros et al., 2022; Rossi and Harjoto, 2020; Sharma et al., 2020; Utz, 2019), оплата сделки акциями (Григорьева, Гринченко, 2013), увеличение денежной массы M1 и враждебность (Рогова, Маричева, 2016; Fang et al., 2019) отрицательно влияют на доходность акций поглощаемых компаний.

2.3. Уплачиваемая за сделку премия (Григорьева, Гринченко, 2013), принадлежность компании-приобретателя и компании-цели к одной отрасли (Масленникова, Партин, 2015), оплата сделки денежными средствами и дружелюбность положительно влияют на доходность акций поглощаемых компаний.

Многие авторы (Tampakoudis et al., 2021; Yen, André, 2019; Fang, et al., 2019) подтверждают необходимость включения ESG-рейтинга в многофакторные модели. По этой причине в рамках текущей работы построенные гипотезы основываются на литературном обзоре. Добавление данных детерминант в модель

позволит улучшить ее спецификацию и получить более полное представление о роли ESG-рейтинга в создании стоимости для акционеров.

Влияние ESG-рейтинга на доходность акций приобретающих компаний

В последние годы в связи с популяризацией концепции устойчивого развития инвесторы все чаще обращают внимание на нефинансовые показатели компании. Следовательно, существует необходимость в создании способа оценки влияния факторов ESG на инвестиционные стратегии и стоимость компании. До сих пор несколько исследований были ограничены рассмотрением развития ESG при слияниях и поглощениях в развитых странах, таких как Европа и США. Большинство из них рассматривали лишь долгосрочные эффекты от внедрения в модель ESG-факторов. Изменения коэффициента Тобина Q как одного из показателей оценки рыночной стоимости компании было исследовано многими авторами, которые подтвердили важность дальнейшего исследования, в том числе краткосрочных эффектов.

Методология, применяемая для определения эффективности сделок M&A, подразделяется на методы в отношении краткосрочных и долгосрочных эффектов. Метод событийного анализа позволяет рассчитать аномальную доходность акций приобретателя. Другими словами, эффект — это некий положительный избыток, полученный при превышении фактической доходности над ожидаемой, и наоборот, отрицательный в случае, если ожидание оказалось больше факта. Данный метод активно применяется в подобных исследованиях ввиду его достаточной обоснованности: по своей сути рыночная стоимость компании складывается из дисконтированных к текущему моменту будущих денежных потоков, тогда как последние это и есть аномальные доходности акций (Brealey, Myers, 1988).

Основным ограничением исследований краткосрочных эффектов слияний и поглощений является то, что результаты могут быть неверно истолкованы из-за причинно-следственной связи. Согласно (Krueger, 2015), вопрос заключается в том, создают ли компании ценность, потому что они оптимизируют показатели ESG, или компании оптимизируют показатели ESG, потому что они создают ценность. Вот почему при изучении краткосрочных реакций от сделки автор рекомендует выбирать метод событийного анализа как наиболее оптимальный метод.

Только немногочисленные статьи затрагивают тему влияния ESG (или CSR) рейтингов на доходность акций в контексте слияний и поглощений. По этой причине стоит начать обсуждение с общей сложившейся обстановки на рынке. В своей статье (Reddy et al., 2019) продемонстрировали, что китайские покупатели сталкиваются с отрицательным CAAR в 0,147% в кризисный период. Таким образом, стоит отметить разрушение стоимости для китайских компаний-приобретателей, выявленное на основе исследования эффектов для иницилирующих поглощение компаний с базовыми факторами в качестве основных переменных. Тем не менее многие исследователи утверждают, что положительная реакция рынков свойственна только целевым компаниям, тогда как приобретатели сталкиваются лишь с негативными эффектами, что характерно как для развитых, так и для неразвитых рынков капитала (Brealey et al., 2017).

Следующая работа, также выполненная для китайского рынка, содержит в себе выводы о положительном влиянии ENV- и GOV-компонент, тогда как увеличение социальной составляющей рейтинга, по словам авторов, приводит к негативному эффекту на доходность (Broadstock et al., 2020). Исследователи объясняют

подобные результаты тем, что высокий уровень социального развития подразумевает устойчивость в отношении выплат работникам, управления цепочками поставок, благотворительности и урегулирования социальных противоречий, что делает вероятным возникновение некоего давления на руководство в период распространения коронавирусной инфекции.

В следующей статье, посвященной китайскому рынку, утверждается, что покупатели с изначально более низким CSR-рейтингом сталкиваются с потенциально более высокой максимальной доходностью по сравнению с теми, у кого были высокие показатели и до слияния. Работа (Fang et al., 2019) демонстрирует результаты в 1,9–27% и 6,2–17,4% соответственно. Стоит отметить, что результаты для обеих групп являются положительными в отличие от предыдущих исследований. Тем не менее вывод о том, что покупатели с более высокими показателями социальной ответственности получают меньшие избыточные доходности по сравнению с менее успешными в данном контексте, не противоречит результатам (Tampakoudi et al., 2021) и других авторов.

Подобных исследований российского рынка M&A не существует, тем не менее следует провести обзор работ, не учитывающих ESG-рейтинг в качестве независимой переменной. В своем исследовании (Григорьева, Гринченко, 2013) утверждают, что доходность российских компаний-приобретателей отрицательна для всех окон событий: (1,28%) для $[-1; 1]$, (0,69%) для $[-3; 3]$ и (10,89%) для $[-20; 20]$. Авторы также создают модель, в которой значимыми оказываются следующие регрессоры: оплата сделки денежными средствами, размер сделки (в Бразилии и Китае), наличие в компании НМА, опыт совершения сделок (Бразилия) — все эти факторы находятся в положительной взаимосвязи с CAR.

В свою очередь (Рогова, Маричева, 2016) учитывают фактор враждебности сделки в своем исследовании России и ЕС. Авторы рассматривают как дружественные, так и враждебные сделки как разрушающие ценность для акционеров инициаторов: (1,75%) и (6%) соответственно. Кроме того, эти результаты подтверждают результаты предыдущих исследований без характера сделки в качестве независимой переменной. Падение доходностей акций компаний-приобретателей вне зависимости от характеристики дружественности подтверждались также и в работах по развитым рынкам капитала (Chang et al., 2018; Fich et al., 2018).

В отличие от других стран, рынок слияний и поглощений в США и ЕС широко исследуется в соответствии с тенденциями, поэтому эти результаты могут быть рассмотрены в первую очередь для прогнозирования реакции на глобальном уровне.

Например, в исследовании (Tampakoudis, Anagnostopoulou, 2020) рассматривается долгосрочное влияние показателей ESG на рыночную стоимость. Авторы исследуют, может ли приобретение целей с лучшими показателями ESG помочь покупателям повысить свои показатели ESG, и положительно ли рынок оценивает повышенные показатели ESG. Однако данная работа имеет ряд ограничений, связанных не только со спецификой рынка, но и с небольшим объемом выборки.

В более поздней работе (Tampakoudis et al., 2021) исследуют краткосрочные эффекты ESG-рейтинга на создание стоимости для акционеров иницирующих сделку компаний. Авторы показывают, что покупатели с высоким рейтингом ESG на стадии до слияния получают отрицательную доходность (0,16–0,80), в то время как покупатели с более низкими показателями имеют положительную доходность в 1,71–2,48. Также было продемонстрировано значимое падение CAR (от $-0,057$ до $-0,471$) при увеличении ESG-рейтинга на 1. Таким образом, реакцию инвесторов развитого рынка капитала, в отличие от развивающегося (Fang et al., 2019), можно охарактеризовать как более негативную.

Эти выводы согласуются с результатами (Cornell, 2021), в которых утверждается, что ESG-рейтинг является своеобразной премией за риск, что подтверждается незначительными альфа-коэффициентами при расчете ожидаемых доходностей от M&A рамках рынка США. Таким образом, автор делает вывод о том, что ESG-показатели должны включаться в многофакторные модели расчета потенциальных доходностей и уплачиваемых премий, но при этом не стоит рассматривать их в контексте автономных.

Стоит также упомянуть результаты, полученные (Barros, Matos, Sarmiento, Vieira, 2022). В данной работе авторы принимают ESG-показатели в качестве зависимой переменной, чтобы исследовать влияние M&A. Полученные выводы подтверждают уникальность пересекающейся области M&A и ESG. Сам факт проведения сделки, а также размер компании-приобретателя находятся в положительной взаимозависимости с показателями КСО. Таким образом, как слияния и поглощения являются драйвером для повышения ESG-показателей, так и ESG-показатели, в свою очередь, являются одними из факторов, оказывающими влияние на сделки.

На основе проведенного литературного обзора в текущем исследовании в качестве регрессоров будут использоваться:

- Рейтинг Thomson Reuters ESG Scores (ESG) (Tampakoudis et al., 2021);
- Его компоненты по отдельности — E, S, G (Yen, André, 2019);
- Характер сделки — АТТ (Рогова и Маричева, 2016; Fang et al., 2019; Yen, André, 2019);
- Принадлежность участников сделки одной отрасли OTR (Масленникова, Партин, 2015);
- Финансовый рычаг LEV — отношение заемного капитала к собственному (Barros et al., 2022; Yen, André, 2019);
- Логарифмированные активы приобретателя ASSETS в качестве индикаторов размеров компании (Григорьева, Гринченко, 2013; Yen, André, 2019);
- Размер сделки, способ оплаты сделки: акциями или денежными средствами (Григорьева, Гринченко, 2013);
- Макроэкономические показатели, как денежная масса M1 (Yen, André, 2019).

К тому же было решено ввести дамми-переменные наличия у компаний-приобретателей и целей отчета об устойчивом развитии (*REP_ACQ* и *REP_TARG*). Причина заключается в том, что данные отчеты являются более понятным и доступным источником информации об уровне устойчивости, чем ESG-рейтинг. Поэтому необходимо проверить, существует ли взаимосвязь между их наличием и реакцией инвесторов.

Так, ожидается получение отрицательной кумулятивной усредненной избыточной доходности как для китайского рынка (Fang et al., 2019), так и для российского (Григорьева, Гринченко, 2013; Рогова, Маричева, 2016). Также предполагается, что G-компонента рейтинга окажет положительное влияние на создание стоимости для акционеров компаний-приобретателей, удовлетворяя теории стейкхолдеров. Подобное ожидание основывается в том числе на том, что умеренное инвестирование в управленческое развитие позволяет решить агентскую проблему. В свою очередь, теория принципал-агента предполагает, что расходы на экологическое и социальное развитие могут привести к разрушению стоимости. Несмотря на выводы (Yen, André, 2019) о возможности инвестирования в повышение E- и S-компоненты предполагается, что в рамках данной работы будут получены отрицательные эффекты.

Что касается других детерминант, то ожидания относительно *PAY_METH*, то есть способа оплаты сделки строятся на основе работы по развивающемуся рынку

(Григорьева, Гринченко, 2013). Предполагается, что оплата сделки акциями аналогично приведет к разрушению стоимости, так как Китай и Россия сопоставимо с выводами авторов являются частью блока *BRICS* и потенциально обладают теми же тенденциями развития.

В контексте текущей работы с ростом размера компании-приобретателя, то есть ее активов (*ASSETS*), ожидается снижение избыточной доходности акций. Данное предположение основывается на результатах (Yen, André, 2019; Fang et al., 2019; Григорьева, Гринченко, 2013). Авторы объясняют данный эффект тем, что крупные иницирующие сделку компании зачастую характеризуются завышенной уплатой за компанию-цель, что не поощряется инвесторами. Также потенциально ожидаются и трудности в интеграции участников *M&A*.

Враждебность сделки (*ATT = 1*), а также повышение уровня долговой нагрузки (*LEV*) потенциально приведут к разрушению стоимости для акционеров компаний-приобретателей (Yen, André, 2019). Это объясняется тем, что повышается риск закредитованности поглотителя и потенциального банкротства. Так, враждебные поглощения часто характеризуются завышенными премиями, а также дезинтегрированностью на всех этапах проведения сделки (Рогова, Маричева, 2016).

В свою очередь, премия (*PRE*) предположительно окажет положительный эффект на кумулятивную избыточную доходность акций компаний-поглотителей (Григорьева, Гринченко, 2013). Предполагается, что умеренное повышение уплаты за компанию-цель на самом деле может привести к позитивной реакции инвесторов на интерпретируемую информации о повышении конкурентоспособности и потенциальной экономии на масштабе. Данное ожидание основывается на том, что компании-приобретатели платят больше за более устойчивые цели, которые впоследствии могут быть легко интегрируемыми в слившуюся компанию. На этом же предположении основывается и ожидание относительно отраслевой принадлежности сделки (*OTR*) (Масленникова, Партин, 2015). Компании, задействованные в одной отрасли, потенциально более спокойно пройдут через все этапы сделки ввиду схожих корпоративных механизмов, а также технологических процессов.

Выявление детерминант, оказывающих влияние на кумулятивную избыточную доходность акций с помощью метода регрессионного анализа

Далее следует переход к проведению регрессионного анализа для того, чтобы оценить влияние детерминантов на кумулятивную избыточную доходность в определенных окнах событий. Для регрессий были отобраны только те кумулятивные избыточные доходности, которые ранее оказались значимыми согласно тесту *GRANK*. Детерминанты, включенные в регрессионные модели, были отобраны на основе литературного обзора. Данные факторы были использованы при построении линейных регрессий, а также моделей множественных регрессий с кросс-произведением независимых переменных как для России, так и для Китая. В качестве зависимой переменной в рамках данной работы принимается кумулятивная избыточная доходность, рассчитанная методом событийного анализа. Ниже в табл. 1 представлены все отобранные регрессоры с их краткими определениями:

ESG-рейтинг Thomson Reuters ESG Scores, его E-, S- и G-составляющие, принимающие значения от 0 до 100, использовались в качестве в независимой

переменной в работе (Tampakoudis et al., 2021). Авторы нашли эффекты, оказываемые рейтингом на кумулятивную избыточную доходность. Также, в отличие от устаревших CSR-метрик, предложенных китайским агентством Hexun Finance (Fang et al., 2019) и TRCRR database ASSET4 (Yen, André, 2019), Thomson Reuters ESG Scores имеет следующие преимущества: различные веса для компонент рейтинга, отраслевые и страновые ориентиры, а также большая база компаний. В рамках данной работы ожидается провести сравнение результатов по России и Китаю не только между собой, но также и с результатами по развивающемуся и развитому рынкам капитала.

Таблица 1

Определение детерминант регрессионных моделей

Перцептор	Определение	Ожидание
<i>ESG</i>	Совокупный рейтинг Thomson Reuters ESG Scores (от 0 до 100)	Отрицательное влияние (Fang et al., 2019)
<i>E</i>	Рейтинг Environmental-составляющей (от 0 до 100)	Отрицательное влияние (Yen, André, 2019)
<i>S</i>	Рейтинг Social-составляющей (от 0 до 100)	Отрицательное влияние (Yen, André, 2019; Broadstock et al., 2020)
<i>G</i>	Рейтинг Governmental-составляющей (от 0 до 100)	Положительное влияние (Broadstock et al., 2020)
<i>ATT</i>	Дамми-переменная: =1 — сделка имела враждебный характер, =0 — нет	Негативное влияние при ATT=1 Отрицательное влияние (Yena, André, 2019; Fang et al., 2019; Рогова, Маричева, 2016)
<i>REP_TARG</i>	Дамми-переменная: =1 — наличие отчета об устойчивом развитии у компании-цели =0 — нет	Отрицательное влияние (Tampakoudis et al., 2021; Cornell, 2021)
<i>REP_ACQ</i>	Дамми-переменная: =1 — наличие отчета об устойчивом развитии у компании-приобретателя =0 — нет	Положительное влияние (Maung, Wilson, Yu, 2020)
<i>ASSETS</i>	Логарифм активов приобретателя	(Григорьева, Гринченко, 2013; Fang et al., 2019)
<i>OTR</i>	Дамми-переменная: =1 — компания-приобретатель и компания-цель принадлежат одной отрасли, =0 — нет	(Масленникова, Партин, 2015)
<i>PRE</i>	Логарифм стоимости сделки	(Григорьева, Гринченко, 2013)
<i>PAY_METH</i>	Дамми-переменная: =1 — сделка оплачена акциями, =0 — нет (сделка оплачена денежными средствами или иными способами)	(Григорьева, Гринченко, 2013)
<i>LEV</i>	Финансовый рычаг приобретателя- отношение заемного капитала к собственному	(Yena, André, 2019; Barros et al., 2022; Rossi, Harjoto, 2020; Sharma et al., 2020; Utz, 2019)
<i>MS</i>	Логарифм денежной массы M1 в стране приобретателя	Макроэкономический показатель. Определен на основе работы (Григорьева, Гринченко, 2013)
<i>ESG: ATT</i>	Кросс-произведение переменных ESG и ATT	Используется вместо группировки выборки на гомогенные дружественные и враждебные. Определен на основе работы (Рогова, Лузина, 2015)

Источник: составлено автором.

Описательная статистика переменных

Выборка, используемая в исследовании, была собрана на основе выгрузок из базы данных терминала Refinitiv Eikon. Первоначально совокупность по России и Китаю состояла из более чем 7 тыс. сделок, впоследствии отфильтрованных и случайно отобранных.

Критерии отбора объектов были следующими: завершенность сделки; публичность компании-приобретателя и компании-цели; компании-приобретатели принадлежат России и Китаю; тип сделки: слияния, поглощения и приобретения миноритарных пакетов; приобретенная доля: минимум 25%; дата объявления о сделке: с 1 января 2007 г. по 31 декабря 2021 г. Для разделения сделок на дружественные и враждебные был применен фильтр по характеру поглощений Refinitiv Eikon. В качестве дружественных отбирались сделки под соответствующей меткой, тогда как условием отнесения сделок к враждебным было отсутствие данного маркера.

После этого из полученного множества компаний были отобраны случайным образом по 100 и 101 сделок для каждого региона, всего было выбрано 201 сделка. Далее отобранные сделки рассматривались с позиции доступа к ESG-рейтингам компаний-приобретателей за год до и после сделки. В случае недоступности данной информации сделка заменялась на другую, принадлежащую отфильтрованной выборке до применения случайного отбора. В качестве ESG-рейтинга используется рейтинг, составленный Eikon по причине высокого уровня его прозрачности и доступности.

В рамках работы используются временные ряды котировок акций приобретателей, включенных в выборку, а также индексы ММББ, Shanghai Composite, Hang Seng (HSI), SZSE Composite за 2007–2021 гг. Для выгрузки данных использовались следующие базы: InvestFunds, Investing и Yahoo! Finance. Дополнительно были отобраны данные по наличию официальных отчетов об устойчивом развитии у компании-приобретателя и у компании-цели, активы компании-приобретателя, размеры сделок, метод оплаты и отношение заемного капитала к собственному у компании-приобретателя.

После очистки на первом этапе выборка состояла из 201 сделки, произошедших в России и Китае. Тем не менее приведение распределения кумулятивных избыточных доходностей к нормальному виду потребовало избавления от выбросов. По той причине, что CAR меняются в зависимости от окон событий, значения-выбросы также подлежат изменению. Таким образом, ниже приведены полученные для дальнейшего анализа распределения выборки для всех окон событий (табл. 2).

Таблица 2

Распределение выборки по странам и окнам событий

Страна	[–2; 2]	[–7; 7]	[–15; 15]
Россия	98	98	98
Китай	94	94	101

Источник: составлено автором.

В качестве окон событий были выбраны как более узкие — [–2; 2] и средние — [–7; 7], так и более широкие — [–15; 15]. Выбор пятидневного окна обусловлен минимизацией лишней информационных «шумов», то есть других событий, которые, помимо объявления о сделке M&A, также могут оказать влияние на доходность акций (Hayward, 2002). Данное окно активно используется исследователями, так как, в отличие от более коротких промежутков, реакция на сделку уже успевает

произойти. В рамках данной работы результаты по данному окну событий также могут быть сопоставимы с ранее обозреваемыми выводами таких авторов, как (Yena, André, 2019; Tampakoudis et al., 2021). Аналогично часто используемым окном событий является промежуток $[-3; 3]$ (Григорьева, Гринченко, 2013). Однако стоит отметить, что работа по развивающемуся рынку капитала, где принимается пятидневный период, является единственной, учитывающей компоненты рейтинга в качестве независимых переменных. По этой причине было решено остановиться на данном окне событий. Что касается промежутка длительностью в 15 дней, его выбор также может аргументироваться тем, что на самом деле рынок не является совершенно эффективным. Так, информация может актуализироваться с задержками, что, соответственно, и замедляет ответную реакцию инвесторов на событие. Также подобные более длительные промежутки, как $[-7; 7]$ и $[-15; 15]$ применимы именно для развивающихся рынков капитала, где сделки M&A, территориально ограниченные внутри страны, не являются рядовым событием. Тем не менее выбранные окна событий концептуально не противоречат описанным авторами ранее. Так, согласно (Oler et al., 2008), почти в 70% исследований используются окна событий длительностью до 5 дней, в более чем четверти — окно расширяется до 60 дней, и только менее 10% авторов применяют окна длительностью более 60 дней.

Что касается выборки России и Китая, в пятидневном окне события сделки распределяются по выбранным факторам следующим образом (табл. 3).

Таблица 3

Распределение выборки российских сделок по факторам

Фактор	Россия, %	Китай, %
<i>Компания-приобретатель и компания-цель принадлежат одной отрасли</i>		
Да	61,2	41,5
Нет	38,8	58,5
<i>Сделка оплачена денежными средствами</i>		
Да	50	43,6
<i>Сделка оплачена акциями покупателя</i>		
Да	50	56,4
<i>Сделка носит враждебный характер</i>		
Да	39,8	54,3
Нет	60,2	45,7
<i>Наличие отчета устойчивого развития у компании-цели</i>		
Да	23,5	50
<i>Наличие отчета устойчивого развития у компании-приобретателя</i>		
Да	56,1	50

Источник: составлено автором.

Ниже на рис. 1 приведено распределение иницирующих сделки компаний на рынке России.

Заметно, что для России характерно задействование компаний топливно-энергетического сектора экономики в качестве иницирующих сделки M&A. Это объясняется сырьевой принадлежностью страны и соответствующим весом в инвестиционном развитии таких отраслей, как электроэнергетика и нефтегазовая промышленность. Следующими наиболее крупными группами в распределении стали компании, относящиеся к производству материалов, финансовому сектору

и телекоммуникациям. В рамках данной работы финансовые организации не рассматривались как исключительные.



Рис. 1. Распределение российских компаний-приобретателей по отраслям

Источник: составлено автором.

Что касается рынка Китая, более половины приобретателей принадлежат таким отраслям, как промышленность, материалы, финансы и потребительские товары/услуги. Оставшаяся часть компаний примерно в равных долях распределена между медиа, телекоммуникациями, ритейлом, недвижимостью, энергетикой и здравоохранением. Необходимо отметить, что Китай характеризуется большим разнообразием в контексте отраслевой принадлежности иницилирующих сделки компаний. Полное распределение китайских компаний-приобретателей отображено на рис. 2.



Рис. 2. Распределение китайских компаний-приобретателей по отраслям

Источник: составлено автором.

Интерпретация результатов

После подсчета кумулятивных избыточных доходностей, а также их усредненных значений следует проверка на значимость обобщенным ранговым тестом GRANK. CARs, которые оказались значимыми, используются для расчета CAARs (табл. 4).

Таким образом, тестирование значимости доходностей тестом GRANK позволяет сделать вывод о том, что результаты для пятидневного окна статистически отличимы от нуля как для России, так и для Китая на 10%-ном уровне значимости, тогда как кумулятивные усредненные избыточные доходности для пятнадцатидневного окна незначимы, а для окна длительностью в 31 день значимы лишь для Китая также на 10%-ном уровне значимости.

Результаты обобщенного рангового теста

Страна	Окно	СААР	GRANK
Россия	[-2; 2]	-0,004009*	-1,3552
	[-7; 7]	-0,005346	-0,4991
	[-15; 15]	0,005428	0,2524
Китай	[-2; 2]	0,004349*	1,2977
	[-7; 7]	0,002388	0,5966
	[-15; 15]	0,009260*	1,1961

***, **, * — значимы на 1%-ном, 5%-ном или 10%-ном уровне значимости соответственно.

Источник: составлено автором.

Стоит отметить, что Китай демонстрирует создание стоимости во всех представленных окнах событий, тогда как положительная доходность в России оказалась незначимой величиной. Для окна [-2; 2] получена СААР в -0,004009 для России и 0,004349 для Китая. Таким образом, Россия характеризуется падением кумулятивной усредненной избыточной доходности, в то время как Китай — ее формированием, что не противоречит ранее проведенным исследованиям (Григорьева, Гринченко, 2013; Рогова, Маричева, 2016; Fang et al., 2019). Таким образом, выполняются ожидания о усредненной кумулятивной избыточной доходности, построенные в рамках текущей работы.

Что касается динамики СААР в рамках одной страны, то здесь стоит отметить повышение значений с расширением окна событий. Так, на 10%-ном уровне значимости акционеры китайских компаний-приобретателей сталкиваются с созданием стоимости в 0,009260 в окне события длиной в месяц, что более чем в 2 раза превышает результаты для пятидневного окна. Это может указывать на некоторую неэффективность рынка Китая, то есть на то, что информация о событии предоставлялась с задержками. Некоторые авторы упоминают непрозрачность и неактуальность информации на китайском рынке в своих работах (Fang et al., 2019). В рамках текущего исследования получено дополнительное подтверждение необходимости рассмотрения доходностей на подобных китайскому рынкам на более длительных окнах событий. Стоит еще раз отметить, что доходность для российского рынка в 31-дневном промежутке оказалась положительной, однако незначимой величиной. Тот факт, что в России значимые доходности наблюдаются только внутри короткого окна событий, демонстрирует схожесть с результатами развитых рынков капитала (Tampakoudis et al., 2021). Это может быть индикатором того, что на самом деле российский рынок более эффективен согласно гипотезе Фама (Fama, 1965). В свою очередь, подобные различия могут быть обусловлены тем, что в данной работе не рассматривались трансграничные сделки. Таким образом, российский рынок, который давно отошел от трансграничности, имеет свои преимущества относительно китайского, который сделал это лишь недавно.

Полученная положительная кумулятивная усредненная избыточная доходность в Китае противоречит выводам (Brealey et al., 2017). Авторы указывают на то, что компании-приобретатели никогда не сталкиваются с созданием стоимости для акционеров в результате сделки, в отличие от компаний-целей. Тем не менее данные результаты были подвергнуты сомнениям со стороны многих исследователей, подтвердивших возможные положительные эффекты. Итак, в текущей работе полученные отрицательные доходности для России подтверждаются как более ранними базовыми научными трудами, так и исследованиями российского

рынка M&A. Китай, в свою очередь, демонстрирует сопоставимость с последними работами за 2018–2022 гг. Положительный эффект в таком случае может объясняться активной динамикой развития китайского рынка как главного игрока на развивающемся рынке капитала. Высокие темпы роста экономики, высокая инвестиционная активность и потенциал на данный момент позволяют компаниям-приобретателям получать своеобразные поощрения за факт совершения сделки. Результаты также сравнимы с выводами (Tampakoudis et al., 2021) о положительной доходности для компаний в группе низкого ESG-рейтинга. Авторы также объясняют это тем, что, в отличие от группы уже более устойчивых приобретателей, такие компании выигрывают от расширения (табл. 5).

Таблица 5

Результаты оценки МНК-модели для окна события [–2; 2]

Регрессор	Россия Коэффициент (стандартная ошибка)	Китай Коэффициент (стандартная ошибка)
<i>E</i>	0,00077576* (0,00038250)	0,00118108* (0,00046531)
<i>S</i>	–0,00025063 (0,00018339)	–0,00016551 (0,00024896)
<i>G</i>	0,00075523* (0,00032837)	0,00044092 (0,00036272)
<i>Intercept</i>	–0,04344402 (0,00496294)	–0,04126070 (0,00735832)
<i>Multiple R-squared</i>	0,5487	0,4515
<i>p-value</i>	3,357e-16	9,504e-12

***, **, * — значимы на 0,1%-ном, 1%-ном или 5%-ном уровне значимости соответственно.

Источник: вывод R Studio; составлено автором.

Выше представлены результаты, полученные для модели, где кумулятивная избыточная доходность была рассчитана для окна [–2; 2]. Стоит отметить, что как модель для России, так и модель для Китая оказались значимыми. Что касается коэффициентов, значимыми на 5%-ном уровне значимости являются коэффициенты перед регрессорами *E* и *G* для российского рынка, а также перед экологической составляющей рейтинга для китайского рынка. Таким образом, для России интерпретация результатов может звучать так: в пятидневном окне события увеличение детерминанты *ENV* на 1 приводит к увеличению кумулятивной избыточной доходности на 0,00077576, а увеличение детерминанты *GOV* приводит к меньшему созданию стоимости в 0,00075523 на 5%-ном уровне значимости. Что касается Китая, то увеличение рейтинга в отношении *ENV* ведет к росту доходности в 0,00118108, то есть к более положительной реакции, чем в России. Коэффициент детерминации, превышающий 50%, указывает на корректную спецификацию модели. Однако реальные данные не позволяют достичь более высокой предсказательной силы. Итак, отвергается гипотеза *H1.2* об отрицательном влиянии *E*- и *S*-компонент на кумулятивную избыточную доходность.

Как и ожидалось, рост уровня корпоративного управления имеет положительный эффект на доходность акций, однако этот эффект прослеживается в пятидневном окне события лишь на российском рынке (Broadstock et al., 2020). Гипотеза *H1.3* подтверждается для России на 5%-ном уровне значимости. Позитивная реакция рынка в данном случае указывает на достаточно низкий уровень влияния агентских проблем. Исследователи развивающегося рынка Yen, André (2019) акцентировали свое внимание на том, что именно расходы на развитие устойчивости корпоративного управления могут вызывать фактическое перераспределение средств от акционеров к менеджерам и наоборот, что несомненно вызовет давление в деятельности

компании. Тем не менее в случае с Россией позитивная реакция инвесторов может демонстрировать то, что они поощряют переход компаний от полной непрозрачности информации к устойчивому регулированию корпоративных структур. Возможно, это связано с тем, что в России на данный момент не было таких громких кейсов, как Enron (2011), где явно прослеживалась не только агентская проблема, но и манипулирование информацией и концептами устойчивости в том числе. Подобные случаи делают эффективные развитые рынки более спокойными при объявлении позитивных сведений о деятельности компаний, а также более существенными при намеке на негативную подоплеку. Так, на данный момент российский рынок, в отличие от китайского, где было продемонстрировано отсутствие эффекта G-компоненты, обладает большим потенциалом от внедрения ESG-факторов в свою стратегию. Для Китая же подобные расходы, которые являются менее демонстрируемыми и потенциально не вызывающими позитивных репутационных всплесков, с большей долей вероятности приводят либо к отрицательной реакции рынка, либо к ее отсутствию. Это может быть связано с характером отчета об устойчивом развитии в Китае, на основе которого и строится рейтинг. Так, китайские компании характеризуются более непрозрачными репортами, чем российские, что, в свою очередь, может оказывать влияние на ESG-метрики. Также Китаю свойственен более высокий уровень концентрации капитала в руках единственного акционера или членов одной семьи. Это делает тему корпоративного управления еще более незатрагиваемой. Повышение G-компоненты рейтинга в таком случае может напрямую указывать на дальнейшие противоречия внутри корпоративной среды и понижение эффективности сделки.

В России влияние экологической и корпоративной составляющих ESG-рейтинга примерно одинаково. Положительный эффект регрессора E на создание стоимости для акционеров противоречит построенным ожиданиям. Предполагается, что это также вызвано активной позицией инвесторов о том, что подобные инвестиции позволят компаниям повысить свою репутацию, что также в итоге может привести к повышению эффективности проведения сделки. Можно сделать вывод о том, что в России и Китае расходы на повышение экологической устойчивости не превышают установленного порога для получения потенциальных выгод в результате M&A. Это может быть также связано с тем, что тема ESG-инвестирования только развивается в данных странах и на данный момент проводится компаниями скорее в качестве тестирования. Так, вкупе с ограниченными денежными потоками, направленными на повышение устойчивости, статус рынков как развивающихся позволяет компаниям получить максимальный положительный эффект от факта инвестирования в экологическое развитие.

Социальная компонента рейтинга оказалась незначимой как для России, так и для Китая. Это, в свою очередь, может быть связано с тем, что, в отличие от экологической составляющей, данные затраты являются менее обсуждаемыми и соответственно с меньшей долей вероятности приведут к каким-либо изменениям избыточной доходности на подобной долгосрочной выборке. Также социальные затраты на повышение рейтинга устойчивости не сравнимы с управленческими по влиянию на создание стоимости для акционеров приобретающих компаний. В отличие от результатов (Broadstock et al., 2020) и (Yena, André, 2019), где социальная компонента имела значимое отрицательное влияние в период распространения COVID-19, здесь оно не может быть интерпретируемо. Предполагается, что расширение числа сделок в выборке, а также группировка периодичности выборки с добавлением дамми-переменных для COVID-19 позволили бы также получить значимые результаты. Тем не менее в рамках данной работы невозможно говорить

о существовании какого-либо эффекта S-компоненты рейтинга. Однако предполагается, что отрицательный эффект мог бы быть связан с тем, что социальное развитие, являясь самым весомым блоком ESG-рейтинга, требует крупных денежных оттоков, однако является менее поощряемым, в том числе и со стороны государства. Аналогично можно сказать и про G-компоненту, однако рыночная реакция на ее изменения обуславливается, в первую очередь, тем, что она является фундаментом для остальных столпов рейтинга (табл. 6).

Таблица 6

Результаты оценки МНК-модели для окна события [-2; 2]

Регрессор	Россия Коэффициент (стандартная ошибка)	Китай Коэффициент (стандартная ошибка)
<i>ATT</i>	-0,0029233 (0,0097112)	0,01149 (0,014248)
<i>REP_TARG</i>	-0,0063159 (0,0048657)	-0,004156 (0,010103)
<i>REP_ACQ</i>	-0,0011868 (0,0055436)	0,008229 (0,011723)
<i>ASSETS</i>	-0,00067923 (0,00099065)	-0,005671** (0,0019364)
<i>OTR</i>	0,00093217 (0,0049874)	0,0028235 (0,0066857)
<i>PRE</i>	0,0010327 (0,0010148)	0,0010023 (0,0023179)
<i>PAY_METH</i>	-0,010672* (0,0047489)	-0,01124 (0,0070165)
<i>LEV</i>	-0,00031258 (0,00055994)	0,0005968 (0,00049414)
<i>MS</i>	0,0023757 (0,0056027)	-0,05133 (0,026661)
<i>ESG</i>	0,0011579*** (0,00018537)	0,001086** (0,00034864)
<i>ATT: ESG</i>	-6,3159e-03 (0,00026760)	-0,00008482 (0,00042337)
<i>Intercept</i>	-0,037925 (0,01051)	0,6559 (0,29334)
<i>Multiple R-squared</i>	0,5561	0,5662
<i>p-value</i>	2,984e-11	5,21e-11

***, **, * — значимы на 0,1%-ном, 1%-ном или 5%-ном уровне значимости соответственно

Источник: вывод R Studio; составлено автором.

Далее были проведены модели с кросс-произведением независимых переменных *ATT* и *ESG*. Результаты регрессии для сделки российских компаний также демонстрируют довольно высокий коэффициент детерминации, что указывает на корректность составления модели. Значимыми оказываются коэффициенты перед такими переменными, как *PAY_METH* и *ESG*. Дамми-переменная оплаты сделки при переходе от 0 к 1, то есть к оплате акциями, приводит к разрушению стоимости для акционеров в 0,010672 на 5%-ном уровне значимости на российском рынке. Что касается *ESG*, для России замечен положительный эффект данного показателя на создание стоимости для акционеров. Так, увеличение совокупного рейтинга на 1 приводит к росту кумулятивной избыточной доходности в 0,0011579 на 0,1%-ном уровне значимости. Это позволяет отвергнуть гипотезу 1.1 о том, что ESG-рейтинг находится в отрицательной взаимосвязи с *CAR*. Данные результаты не могут быть сравнены с выводами других авторов, так как подобных исследований российского рынка нет. Тем не менее положительный эффект противоречит результатам по китайскому рынку (Fang et al. 2019).

Китай в свою очередь характеризуется отрицательным эффектом величины активов на доходность акционеров на уровне значимости в 1%. Это также соответствует результатам более ранних работ развивающихся рынков (Григорьева, Гринченко, 2013). ESG-рейтинг также значим на уровне 1% и приводит к менее

заметному положительному эффекту по сравнению с Россией — 0,001086. Таким образом, также отвергается гипотеза *H1.1*. Также, частично подтверждается гипотеза *H2.2* об отрицательном влиянии размере компании-приобретателя на создание стоимости для акционеров (табл. 7).

Таблица 7

Результаты оценки МНК-модели для окна события [–15; 15]

Регрессор	Китай Коэффициент (стандартная ошибка)
<i>E</i>	0,00369848** (0,00125557)
<i>S</i>	0,00041921 (0,00073224)
<i>G</i>	0,00052307 (0,00117963)
<i>Intercept</i>	–0,12745445*** (0,01916356)
<i>Multiple R-squared</i>	0,5178
<i>p-value</i>	2,496e-15

***, **, * — значимы на 0,1%-ном, 1%-ном или 5%-ном уровне значимости соответственно.

Источник: вывод R Studio; составлено автором.

Для окна события [–15; 15] значимыми оказались только кумулятивные избыточные доходности китайских компаний-приобретателей. Результаты за 31 день демонстрируют увеличение положительного эффекта по сравнению с пятидневным окном события. Другие компоненты рейтинга также оказываются незначимыми, как и в предыдущей модели (табл. 8). Отсутствие эффекта социального развития позволяет отвергнуть гипотезу 1.2 об отрицательном влиянии *SOC*-компоненты на доходность. Подобный результат противоречит выводам (Yen, André, 2019), а также (Broadstock et al., 2020).

Таблица 8

Результаты оценки МНК-модели для окна события [–15; 15]

Регрессор	Китай Коэффициент (стандартная ошибка)
<i>ATT</i>	0.0634483 (0.04081225)
<i>REP_TARG</i>	0.03348563 (0.03935233)
<i>REP_ACQ</i>	–0.05201383 (0.04231559)
<i>ASSETS</i>	0.00063546 (0.00167624)
<i>OTR</i>	0.0090665 (0.01968113)
<i>PRE</i>	0.0093867 (0.00611006)
<i>PAY_METH</i>	–0.03488253 (0.01937866)
<i>LEV</i>	–0.00038268 (0.00134759)
<i>MS</i>	–0.0602504 (0.07479264)
<i>ESG</i>	0.00525709*** (0.00092662)
<i>ATT: ESG</i>	–0.00119383 (0.00117259)
<i>Intercept</i>	0.47033194 (0.82820438)
<i>Multiple R-squared</i>	0.5714
<i>p-value</i>	2.413e-12

***, **, * — значимы на 0.1%-ном, 1%-ном или 5%-ном уровне значимости соответственно.

Источник: вывод R Studio; составлено автором.

Что касается представленной выше МНК-модели, необходимо отметить значимость коэффициента перед такой переменной, как *ESG*. Таким образом, гипотеза *H1.1* в окне события длительностью в 31 день также отвергается на 0,1%-ном уровне значимости. Увеличение ESG-рейтинга на 1 приводит к росту кумулятивной избыточной доходности на 0,00525709 на 0,1%-ном уровне значимости.

Таким образом, среди всех моделей значимыми оказываются лишь коэффициенты перед такими регрессорами, как *ESG*, *E*, *G*, *ASSETS*, *PAY_METH*.

Итак, получено подтверждение следующих гипотез (табл. 9).

Таблица 9

Гипотезы исследования

Гипотеза	Результат	
<i>H1.1</i> : Повышение ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей отрицательно влияет на доходность их акций.	Отвергается на 0,1%-ном и 1%-ном уровне значимости для России и Китая соответственно [–2; 2]. Также отвергается для Китая на 0,1%-ном уровне значимости в окне [–15; 15].	
<i>H1.2</i> : Повышение E- и S-компонент ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей отрицательно влияет на доходность их акций.	Отвергается на 5%-ном уровне значимости для России и Китая в окне события [–2; 2] для E-компоненты. Также отвергается на 5%-ном уровне значимости в окне события [–15; 15] для Китая для E-компоненты.	
<i>H1.3</i> : Повышение G-компоненты ESG-рейтинга российских и китайских компаний-приобретателей положительно влияет на доходность их акций.	Отвергается на 5%-ном уровне значимости в окне события [–2; 2] для России.	
<i>H2.1</i> : Наличие отчета об устойчивом развитии у компании-цели отрицательно влияет на доходность акций компаний-приобретателей, тогда как наличие отчета у компании-приобретателя имеет положительное влияние.	Коэффициенты незначимы	
<i>H2.2</i> : Размер, увеличение коэффициента финансового рычага TD/EQ компании-приобретателя, увеличение денежной массы M1, оплата сделки акциями и враждебность отрицательно влияют на доходность их акций.	Частично не отвергается	
	Коэффициент перед размером компании-приобретателя значим на 1%-ном уровне значимости для Китая в окне события [–2; 2].	Коэффициент перед регрессором оплаты сделки акциями значим на 5%-ном уровне значимости для России в окне события [–2; 2].
<i>H2.3</i> : Уплачиваемая за сделку премия, принадлежность компании-приобретателя и компании-цели к одной отрасли, оплата сделки денежными средствами и дружественность положительно влияют на доходность их акций.	Коэффициенты незначимы	

Источник: составлено автором.

Таким образом, в рамках данного исследования было подтверждено положительное влияние ESG-рейтинга, а также его E- и G-компонент на избыточную доходность акций компаний-приобретателей. Эти выводы частично противоречат работам по китайскому рынку, а также по рынку развивающихся стран. Как было сказано ранее, подобных работ по российским сделкам M&A не существует, по этой причине было решено проводить сравнения, основанные в первую очередь на ожиданиях авторов (Yen, André, 2019) и (Fang et al., 2019).

Текущее исследование продемонстрировало потенциал инвестирования в экологическое и управленческое развитие как для российских, так и для китайских

компаний-приобретателей. Так, в отличие от выводов ранее проведенных исследований, текущая работа проиллюстрировала создание стоимости для акционеров инициирующих сделку компаний. Тем не менее инвестировать в социальное развитие для повышения S-компоненты рейтинга на данный момент не стоит. Возможно, когда рынок окончательно оправится, данные расходы и смогут принести положительный результат. Однако, по крайней мере для российского рынка, эти выводы пока являются неприменимыми. Для Китая же, в какой-то мере более близкого эффективному рынку, информация о повышении S-рейтинга может быть потенциально значимой, однако здесь сложно говорить о характере зависимости. Текущая работа является принципиально новаторской с точки зрения теоретического и эмпирического сравнения России и Китая как сильнейших частей стран BRICS. Ранее в контексте сделок M&A подобных исследований не проводилось. Однако результаты данной работы могут быть применимы как для оставшихся стран развивающегося капитала, так и для развитых стран.

Итак, заинтересованным в M&A сторонам при принятии решения стоит рассматривать общую картину. Топ-менеджменту компаний-приобретателей, инвесторам, политикам необходимо отойти от автономного включения в свои модели ESG-рейтинга. Лишь в совокупности с учетом других факторов, характеризующих участников, а также саму сделку, можно добиться повышения избыточной доходности акций как результата M&A. Так, стоит учитывать размер компании-приобретателя, в том числе выраженный не только в показателях активов. Более оптимальным с этой точки зрения индикатором может служить коэффициент Тобина (Tampakoudis et al., 2021), используемый в последних работах как в качестве зависимой, так и независимой переменной. Также необходимо обратить внимание на факторы, оказавшиеся незначимыми в рамках данной работы. Премия (*PRE*), характер сделки (*ATT*), коэффициент финансового рычага (*LEV*) — все эти детерминанты также потенциально могут оказывать влияние на эффективность сделки (Yen, André, 2019; Fang et al., 2019; Григорьева, Гринченко, 2013). Их незначимость может быть, ко всему прочему, связана с ограниченностью выборки.

Заключение

Проведение регрессионного анализа привело к выявлению факторов, имеющих статистически значимое влияние на накопленную аномальную доходность инициирующих сделку компаний. Линейные модели, построенные с помощью метода наименьших квадратов, позволили получить результаты в отношении влияния компонент ESG-рейтинга на создание стоимости для акционеров. Так, рейтинг по составляющей экологии и уровня корпоративного управления оказывает положительный эффект в рамках российского рынка, тогда как в Китае положительно значимым оказался лишь показатель *ENV*. Что касается совокупного ESG-рейтинга, он также продемонстрировал положительный коэффициент во всех рассматриваемых окнах событий как для России, так и для Китая. Все эти результаты сопоставимы с результатами ранее проведенных исследований. Оплата сделки акциями имела ожидаемо негативный эффект для российского рынка. Существуют различные точки зрения в отношении эффектов данного фактора на создание стоимости в результате сделки. Так, отрицательная реакция рынка на оплату акциями часто объясняется предположениями инвесторов о недооцененности акций компаний, что повышает предпочтение денежных средств в качестве способа оплаты менеджерами. Что касается размера компании-приобретателя, этот фактор оказался значим с отрицательным коэффициентом для китайского

рынка. Подобный эффект характерен для рынков развивающихся капиталов и на самом деле указывает на недостаточную конкурентность и потенциальное поощрение инвесторами монополизации.

В качестве рекомендаций в рамках данной работы выдвинуты следующие положения:

1. Как российским, так и китайским компаниям-приобретателям стоит обратить внимание на внедрение в свои стратегии принципов устойчивости. Повышение ESG-рейтинга потенциально ведет к повышению накопленной избыточной доходности акций на коротких окнах событий. Также для рынка России предполагается, что улучшение ESG-рейтинга вследствие сделки позволяет снизить разрушение кумулятивной усредненной избыточной доходности;
2. В особенности не стоит пренебрегать использованием сделок M&A как драйвером повышения уровней экологического и корпоративного развития. Увеличение рейтингов по данным составляющим также потенциально приводит к росту доходности для акционеров компаний-приобретателей. Что касается социального столпа, то реакция рынка на его развитие может оказаться незначимой в результате сделки. По этой причине на данный момент не стоит рассматривать улучшение показателей в этом отношении как мотив к M&A на российском и китайском рынках.
3. Нет необходимости исключать враждебные сделки как неэффективные, в том числе в контексте ESG. Однако стоит учитывать такие факторы, как оплата сделки акциями или денежными средствами, а также размер компании-приобретателя. В отдельных случаях обе эти детерминанты могут нести более весомую информацию о характере сделки для инвесторов. Оплата сделки акциями может спровоцировать повышенный риск дефолта, а также появление агентских проблем внутри компании. Размер компании-приобретателя может сигнализировать о дальнейших проблемах в интеграции и упущенных синергетических эффектах.

Источники

Григорьева С., Гринченко А. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4(28). С. 63–80.

Малофеева Т. Н., Клочкова Е. Р. Факторы корпоративного управления как показатели достоверности отчетов о КСО // Финансы и бизнес. 2020. № 1(16). С. 88–113.

Партин И. М., Масленникова М. В. Детерминанты эффективности международных сделок по приобретению компаний из стран Европейского союза // Корпоративные финансы. 2015. № 9(3). С. 63–81.

Рогова Е., Маричева Н. Влияние враждебных поглощений на стоимость акций приобретающих компаний: российская и европейская практика // Корпоративные финансы. 2016. № 10(4). С. 75–91.

Barros V., Matos P. V., Sarmiento J. M., Vieira P. R. M&A Activity as a Driver for Better ESG Performance // Technological Forecasting and Social Change. 2022. Vol. 175.

Brealey R., Cooper I., Kaplanis E. A Test of International Equity Market Integration Using Evidence from Cross-Border Mergers // London Business School Institute of Finance Paper. 2005. N 433. P. 20–41.

Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of Corporate Finance. The McGraw-Hill Company, 2017.

Broadstock D., Kalok C., Cheng L., Wang X. The Role of ESG Performance During Times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China // Finance Research Letters. 2020. N 38. P. 1–11.

Chang Y., Yang F., Wang Y., Lien Y. Information Effects from Hostile Takeovers? // International Journal of Information and Management Sciences. 2018. N 28. P. 353–365.

Cornell B. ESG Preferences, Risk and Return // *European Financial Management*. 2021. N 1. P. 12–19.

Damian G., Ma C. ESG Factors and Antitrust / Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020.

Deng X., Kang J. K., Low B. S. Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers // *Journal of Financial Economics*. 2013. N 110. P. 87–109.

Fama E. The Behavior of Stock-Market Prices // *Journal of Business*. 1965. Vol. 38. Iss. 1. P. 34–105.

Fang Z., Minghui L., Meilan Z. Chinese Financial Market Investors Attitudes toward Corporate Social Responsibility: Evidence from Mergers and Acquisitions // *Sustainability*. 2019. Vol. 11(9). N 2615. P. 1–20.

Harjoto M., Rossi F., Paglia J. COVID-19: Stock Market Reactions to the Shock and the Stimulus, 2020.

Hayward M. When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990–1995 // *Strategic Management Journal*. 2002. Vol. 23. N 1. P. 21–39.

Jun X., Nozawa W., Fujii H., Yagi M. Do Environmental, Social and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance? // *Business Strategy and the Environment*. 2018. N 28(2).

Krueger P. Corporate Goodness and Shareholder Wealth // *Journal of Financial Economics*. 2015. N 115. P. 304–329.

Maung M., Wilson C., Yu W. Does Reputation Risk Matter? Evidence from Cross-border Mergers and Acquisitions // *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2020. Vol. 66. P. 101204.

Neifar S., Utz S. The Effect of Earnings Management and Tax Aggressiveness on Shareholder Wealth and Stock Price Crash Risk of German Companies // *Journal of Applied Accounting Research*. 2019. P. 95–110.

Reddy K., Qamar M., Yahanpath N. Do Mergers and Acquisitions Create Value? The post-M&A Performance of Acquiring Firms in China and India // *Studies in Economics and Finance*. 2019. N 36(2). P. 240–264.

Sharma H. B., Vanapalli K. R., Cheela V. R., Ranjan V. P., Jaglan A. K., Dubey B. Challenges, Opportunities, and Innovations for Effective Solid Waste Management During and Post COVID-19 Pandemic, 2020.

Tampakoudis I., Anagnostopoulou E. The Effect of Mergers and Acquisitions on Environmental, Social and Governance Performance and Market Value: Evidence from EU Acquirers // *Business Strategy and the Environment*. 2020. N 29. P. 1865–1875.

Tampakoudis I., Noulas A., Kiosses N., Drogalas G. The effect of ESG on Value Creation from Mergers and Acquisitions. What Changed During the COVID-19 pandemic? // *Corporate Governance*. 2021. N 21. P. 1117–1141.

The ESG Imperative in M&A / Bain & Company. URL: <https://www.bain.com/insights/esg-imperative-m-and-a-report-2022/>.

Yen T. Y., André P. Market Reaction to the Effect of Corporate Social Responsibility on Mergers and Acquisitions: Evidence on Emerging Markets // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019. N 71. P. 114–131.

References

Barros V., Matos P. V., Sarmento J. M., Vieira P. R. M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting and Social Change*, 2022, vol. 175.

Brealey R., Cooper I., Kaplanis E. A Test of International Equity Market Integration Using Evidence from Cross-Border Mergers. *London Business School Institute of Finance Paper*, 2005, N 433, pp. 20–41.

Brealey R., Myers S., Allen F. *Principles of corporate finance*. The McGraw-Hill Companies 2017.

Broadstock D., Kalok C., Cheng L., Wang X. The Role of ESG Performance During Times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 2020, N 38, pp. 1–11.

Chang Y., Yang F., Wang Y., Lien Y. Information Effects from Hostile Takeovers? *International Journal of Information and Management Sciences*, 2018, N 28, pp. 353–365.

Cornell B. ESG preferences, risk and return. *European Financial Management*, 2021, N 1, pp. 12–19.

Damian G., Ma C. *ESG Factors and Antitrust* / Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2020.

Deng X., Kang J. K., Low B. S. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 2013, N 110, pp. 87–109.

Fama E. The Behavior of Stock-Market Prices. *Journal of Business*, 1965, vol. 38, iss. 1, pp. 34–105.

- Fang Z., Minghui L., Meilan Z. Chinese Financial Market Investors Attitudes toward Corporate Social Responsibility: Evidence from Mergers and Acquisitions. *Sustainability*, 2019, vol. 11(9). N 2615, pp. 1–20.
- Grigorieva S., Grinchenko A. Vliyaniye сделок sliyaniy i pogloshcheniy v finansovom sektore na stoimost' kompaniy-pokupateley na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala [The impact of mergers and acquisitions in the financial sector on the cost of buying companies in emerging capital markets]. *Korporativnyye finansy [Corporate Finance]*, 2013, N 4(28), pp. 63–80. (In Russian)
- Harjoto M., Rossi F., Paglia J. COVID-19: Stock Market Reactions to the Shock and the Stimulus, 2020.
- Hayward M. When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990–1995. *Strategic Management Journal*, 2002, vol. 23, N 1, pp. 21–39.
- Jun X., Nozawa W., Fujii H., Yagi M. Do Environmental, Social and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance? *Business Strategy and the Environment*, 2018. N 28(2).
- Krueger P. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 2015, N 115, pp. 304–329.
- Malofeeva T. N., Klochkova E. R. Klochkova Ye. R. Faktory korporativnogo upravleniya kak pokazateli dostovernosti otchetov o KSO [Factors of corporate governance as indicators of reliability of CSR reports]. *Finansy i biznes [Finance and business]*, 2020, N 1(16), pp. 88–113. (In Russian)
- Maung M., Wilson C., Yu W. Does reputation risk matter? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020, vol. 66, pp. 101204.
- Neifar S., Utz S. The effect of earnings management and tax aggressiveness on shareholder wealth and stock price crash risk of German companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 2019, pp. 95–110.
- Partin I. M., Maslennikova M. V. Determinanty effektivnosti mezhdnarodnykh сделок po priobreteniyu kompaniy iz stran Yevropeyskogo soyuza [Determinants of the effectiveness of international transactions for the acquisition of companies from the countries of the European Union]. *Korporativnyye Finansy [Corporate Finance]*, 2015, N 9(3), pp. 63–81. (In Russian)
- Reddy K., Qamar M., Yahanpath N. Do mergers and acquisitions create value? The post-M&A performance of acquiring firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, 2019, N 36(2), pp. 240–264.
- Rogova E., Maricheva N. Vliyaniye vrazhdebnykh pogloshcheniy na stoimost' aktsiy priobretayushchikh kompaniy: rossiyskaya i yevropeyskaya praktika [The impact of hostile takeovers on the value of shares of acquiring companies: Russian and European practice]. *Korporativnyye finansy [Corporate Finance]*, 2016, N 10(4), pp. 75–91. (In Russian)
- Sharma H. B., Vanapalli K. R., Cheela V. R., Ranjan V. P., Jaglan A. K., Dubey B. *Challenges, opportunities, and innovations for effective solid waste management during and post COVID-19 pandemic*, 2020.
- Tampakoudis I., Anagnostopoulou E. The effect of mergers and acquisitions on environmental, social and governance performance and market value: Evidence from EU acquirers. *Business Strategy and the Environment*, 2020, N 29, pp. 1865–1875.
- Tampakoudis I., Noulas A., Kiosses N., Drogalas G. The effect of ESG on value creation from mergers and acquisitions. What changed during the COVID-19 pandemic? *Corporate Governance*, 2021, N 21, pp. 1117–1141.
- The ESG Imperative in M&A. Bain & Company*. Available at: <https://www.bain.com/insights/esg-imperative-m-and-a-report-2022/>.
- Yen T. Y., André P. Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2019, N 71, pp. 114–131.