

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Е. В. Загудалова

аспирант аспирантской школы по экономике, стажер-исследователь лаборатории корпоративных финансов факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Москва)

С. А. Зуева

выпускница бакалавриата факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Москва)

ВЛИЯНИЕ ПОЛИТИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА КОМПАНИИ-ПОКУПАТЕЛЯ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Введение

Российский рынок слияний и поглощений развивается, начиная с 1992 г. За последние двадцать лет выросли как количество сделок, так и их средняя стоимость. И даже в последние годы на фоне санкционных ограничений российский рынок M&A характеризуется положительной динамикой. Несмотря на то, что объем рынка растет, не все сделки слияний и поглощений увеличивают экономическую стоимость компании-покупателя. Считается, что одним из факторов, влияющих на эффективность сделки для компании-покупателя, является наличие у генерального директора компании политических связей.

Влиянию связей на деятельность компании посвящен большой пласт мировых научных исследований. Часть из них выявляет положительное воздействие связей компании с органами государственной власти на ее деятельность. Подобный результат в своих работах получают такие исследователи, как (Liu et al., 2013; Sua et al., 2013, Zhao et al., 2019). Данный результат объясняется ресурсной теорией: следствием наличия у компании политических связей может быть доступ к более дешевым кредитам, а также субсидиям и грантам, государственным заказам, льготному налогообложению, возможность упрощенного согласования антимонопольными органами сделок M&A и т. д. Это обусловливается лучшим пониманием бюрократического аппарата инстанций, предоставляющих доступ к перечисленным выше ресурсам, политически связанным генеральным директором.

С другой стороны, многие исследователи говорят о негативном воздействии политических связей на компанию. Среди них (Gao et al., 2019; Trifonov, 2020). Тем самым они подтверждают теорию агентских отношений. Данная теория утверждает, что менеджеры, владея лишь небольшой долей в капитале компании, могут иметь собственные цели, идущие вразрез с интересами акционеров по максимизации рыночной капитализации компании. В частности, они могут быть заинтересованы в построении карьеры и работать в интересах государственных органов, проводя неэффективные сделки, которые тем не менее могут быть полезны государству.

Политические связи в России особенно интересны тем, что, в отличие от большинства других стран, не только бизнес заинтересован в тесном сотрудничестве с властью, но и государство предпочитает контролировать крупные предприятия, имеющие важное значение для экономики (Trifonov, 2020). На момент проведения

данного исследования не было выявлено научных работ, изучающих влияние политических связей компании-покупателя на эффективность сделок M&A в России. Целью данной работы является восполнение пробела в научной литературе и оценка влияния политических связей генерального директора компании-покупателя на эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке.

Ранее влияние политических связей на российские компании-покупатели изучалось в контексте реакции фондового рынка на объявление значимых для компании событий, таких как, например, смена генерального директора. Однако влияние политических связей на сделки слияний и поглощений на российском рынке, рассматриваемое в данной работе, ранее изучено не было. Также в предыдущих научных исследованиях не предпринималась попытка отдельно оценить воздействие связей на государственные компании и на частные предприятия, тогда как в данной работе проводится соответствующее эконометрическое исследование на двух разных выборках с последующим формулированием выводов отдельно для компаний с разными формами собственности.

1. Особенности политических связей на российском рынке и систематизация существующих научно-исследовательских работ

Впервые теория о том, что фирмы стремятся к приобретению политических связей в целях получения экономических выгод и преимуществ, была выдвинута в работе «The Political Economy of Rent-Seeking Society» (Krueger, 1974). В дальнейшем она получила широкое распространение и была эмпирически исследована в большом количестве научных работ.

Определение политических связей в научно-исследовательской литературе

В большинстве статей, посвященных исследуемой теме, компания-покупатель определяется как политически связанная, если ее генеральный директор или член совета директоров являются или ранее являлись государственными служащими (например, подобным образом политические связи трактуются в работах (Li et al., 2022; Lin et al., 2020)). В меньшем количестве исследований принимают во внимание близкое знакомство или родство генерального директора или члена совета директоров с государственными деятелями из-за трудностей в достоверном установлении подобных связей (Trifonov, 2020). В некоторых научных работах, посвященных китайскому рынку, политические связи в зависимости от должности, занимаемой связанным топ-менеджером, подразделяются на федеральные, региональные и местные (Shuangyan et al., 2022). Определение федеральных, региональных или местных связей формулируется исходя из компетенций и полномочий того органа власти, должность в котором занимает рассматриваемый генеральный директор, член совета директоров.

Определение политических связей зависит от страны вследствие различий в аппаратах государственной власти. Так, например, для работ, изучающих воздействие политических связей на деятельность предприятий в Китае, наличие политических связей компании-покупателя устанавливается в случае, если генеральный директор или член совета директоров являются или ранее являлись: сотрудниками центрального правительства (Государственного совета) или местного правительства, Центрального военного комитета, членами Народного Конгресса, членами Народного политического консультативного совета Китая.

В работе Д. Трифонова, посвященной российскому рынку, политически связанными топ-менеджерами (генеральными директорами, членами совета директоров)

и владельцами компании считались лица, занимающие или занимавшие следующие должности: министр, член Совета Федерации, член Государственной Думы, руководитель Администрации Президента, советник Президента, руководитель федерального органа исполнительной власти (Trifonov, 2020).

Чтобы понять, какое место в структуре государственной власти занимают должностные позиции, перечисленные выше, на рисунке представлена структура государственной власти в России.

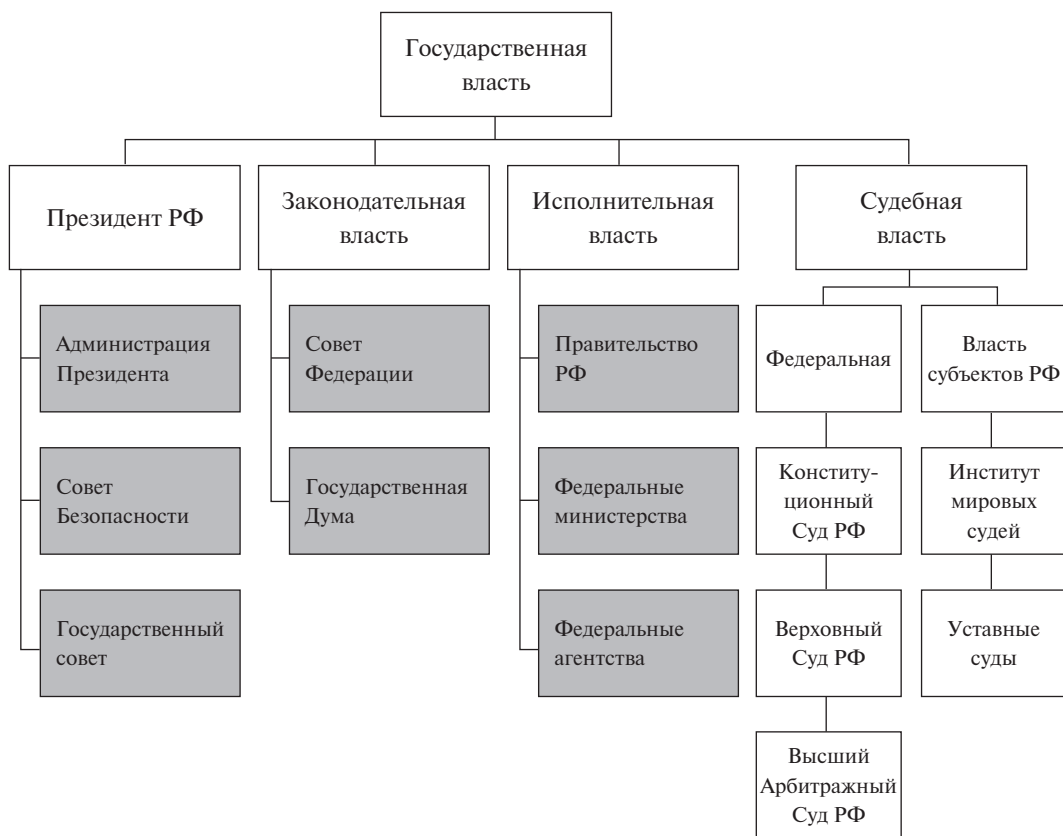


Рисунок. Структура государственной власти в России

Источник: Конституция Российской Федерации.

Серым цветом на схеме обозначены органы государственной власти, должностные лица которых будучи генеральными директорами или членами совета директоров компании формируют политические связи данной компании. Стоит отметить, что, несмотря на различие аппаратов государственной власти России и Китая, принцип выбора должностей, формирующих политические связи, является одинаковым. Под такие должности попадают позиции, занимаемые топ-менеджерами в органах законодательной и исполнительной власти, а также в структурах, непосредственно подчиняющихся Президенту страны. Принадлежность руководства компании к органам судебной власти, как на федеральном, так и на местном уровне не является основанием для формирования политических связей компании.

Перейдем к рассмотрению того, какие результаты получали авторы работ, рассматривая воздействие данных связей на различные аспекты деятельности предприятий. Как уже отмечалось ранее, в исследовательских работах отсутствует консенсус по вопросу о том, какое влияние политические связи оказывают на деятельность компании-покупателя.

Выявление положительного влияния наличия политических связей на эффективность компании-покупателя

В работе (Su et al., 2013) изучено влияние политических связей на эффективность сделок слияний и поглощений китайских публичных негосударственных компаний, приобретающих негосударственные предприятия, акции которых не торгуются на бирже. Авторы пришли к выводу, что сверхдоходность акций, как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде, существенно выше после анонсирования сделки политически связанными эквайерами, чем после анонса сделки компаниями-покупателями, у которых политические связи отсутствуют. Более высокая сверхдоходность подтверждает эффективность сделки для компании-покупателя. Полученные результаты авторы связывают с тем, что хотя для проведения сделки и требуются минимальные согласования, локальные власти способны влиять на преференции, получаемые компанией-покупателем при проведении M&A (получение субсидий и грантов, а также доступа к более дешевым кредитам).

К выводу о том, что политические связи оказывают положительное влияние на компанию-покупателя, также приходят (Zhao et al., 2019). Они изучили влияние размера компании-покупателя на эффективность сделки. Исследователи находят, что чем меньше капитализация компании-покупателя, тем больше сверхдоходность акций после проведенной сделки. Влияние политических связей, которое само по себе дает положительный эффект на результаты сделок их выборки, не способствует значимому улучшению M&A для «больших» компаний-покупателей.

Исследователи (Liu et al., 2013) доказали, что наличие политических связей положительно влияет на вероятность участия компании в сделке слияния или поглощения. На выборке из 324 сделок для китайского рынка они демонстрируют, что организации, в которых генеральные директора или члены совета директоров являются или являлись сотрудниками государственных органов власти, как правило, участвуют в более масштабных сделках.

Положительное влияние политических связей на эффективность компании объясняется теорией ресурсной зависимости (Pfeffer, Salancik, 1978). Все компании в той или иной мере зависимы от внешних ресурсов, поскольку они не могут создать все необходимые ресурсы самостоятельно и быть независимыми. Несмотря на то, что организация старается минимизировать свою зависимость от третьих лиц и повисить их зависимость от себя, исключить зависимость от внешних ресурсов полностью невозможно. В качестве ресурсов, которые компания не может исключить или которые не может получить без третьих лиц, могут выступать дополнительное финансирование, субсидирование, льготная налоговая ставка, получение компанией государственных заказов, доступность природных ресурсов (например, возможность увеличения лесосеки для деревообрабатывающих предприятий) и прочее. Имея политические связи, компания может получить доступ к данным ресурсам. Это подтверждают такие исследователи, как (Goldman et al., 2009; Adelino, Dinc, 2014) и многие другие. В сделках слияний и поглощений наличие политических связей может облегчить получение выгодного кредита для приобретения компании-цели, упростить одобрение сделки антимонопольной комиссией (Sua et al., 2013; Liu et al., 2013).

Выявление отрицательного влияния наличия политических связей на эффективность компании-покупателя

В работе, посвященной изучению влияния политических связей компании-покупателя на вероятность совершения трансграничной сделки (Schweizer et al., 2019), делается вывод о негативном воздействии подобных связей на деятельность

предприятия. С одной стороны, авторы находят, что при наличии политических связей вероятность совершения трансграничной сделки частной компанией в Китае выше, чем при их отсутствии. Однако при этом бухгалтерские показатели компании-покупателя ухудшаются. Результаты своей работы авторы считают подтверждением агентской теории и говорят о том, что топ-менеджеры с политическими связями в первую очередь заинтересованы в построении собственной «политической империи» и действуют в ущерб благосостоянию акционеров.

Исследователи (Gao et al., 2019) изучали влияние политических связей на сделки M&A на двух выборках: на выборке компаний, являющихся семейными предприятиями, и на выборке компаний, не являющихся семейными предприятиями. Они пришли к выводу, что политические связи снижают эффективность сделок, проводимых компаниями, не являющимися семейными предприятиями. Для выборки компаний-семейных предприятий результат был аналогичным, однако авторы сделали заключение, что для сделок, проводимых семейными предприятиями, политические связи играют менее разрушающую роль.

Негативное влияние политических связей на компании также выявил Трифонов Д., проводя исследование для российского рынка (Trifonov, 2020). В своей работе он применил метод событийного анализа, однако в качестве события, в отличие от множества других работ, он выбирал не сделки M&A, а анонс любой значимой для компании новости.

Отрицательное влияние политических связей на сделки чаще всего объясняется агентской теорией (Jensen, Meckling, 1976). Агентская теория утверждает, что целью фирмы является максимизация богатства ее акционеров, что сводится к максимизации цены акций компании. Так как топ-менеджеры зачастую владеют небольшой долей акций, они могут иметь собственные цели, идущие вразрез с интересами акционеров. В частности, они могут быть заинтересованы в повышении своих окладов и бонусов путем создания крупного, быстро растущего предприятия. Или же, как отмечалось ранее, такие руководители могут стремиться к созданию и укреплению своих политических связей. Действуя в интересах государственных представителей, чьи цели могут идти вразрез с увеличением капитализации компании, такие генеральные директора или члены совета директоров могут принимать решения, снижающие эффективность управляемого ими предприятия.

Существует пул работ, авторы которых приходят к двоякому выводу о влиянии политических связей на деятельность компании. В (Liu et al., 2019) проведено исследование, в котором было показано, что политические связи положительно влияют на сделки слияний и поглощений, совершаемые частными предприятиями, однако негативно сказываются на сделках, которые проводят государственные компании. Такой же результат был получен ими ранее (Liu et al., 2013).

В данной работе влияние политических связей так же будет оцениваться отдельно на выборках из государственных и частных предприятий. Рассмотрение воздействия связей с государственными органами на сделки компаний разной формы собственности сможет учесть особенности политических связей на российском рынке.

Особенности политических связей на российском рынке

Ранее были рассмотрены работы, в которых исследовалось влияние политических связей на разные аспекты деятельности компаний. Однако результаты работ, исследовавших предприятия, которые осуществляют деятельность в других странах, не могут быть экстраполированы на российский рынок. Согласно законодательству, российские компании могут принадлежать как физическим

и юридическим лицам, так и являться государственной собственностью. Организация может одновременно иметь несколько типов владельцев. В начале 2000-х гг. правительство приняло решение усилить контроль над стратегически значимыми отраслями экономики и взяло курс на национализацию крупных предприятий, осуществлявших свою деятельность в данных отраслях. Задачей было использовать права собственности в качестве привычного с советских времен институционального механизма государственного контроля.

Вследствие того, что государство использует свои права акционера не только в рамках традиционных целей долевого участника, но и в качестве инструмента контроля над значимыми для экономики организациями, российский рынок имеет ряд особенностей с точки зрения взаимодействия бизнеса и государства. В исследованиях, посвященных другим рынкам, обычно предполагается, что именно компания заинтересована в установлении политических связей с целью получения доступа к различным ресурсам, например субсидированию и льготному налогообложению, как описывалось выше. В России, в отличие от большинства стран, не только бизнес заинтересован в тесном взаимодействии с властями, но и правительство стремится к установлению политических связей, предпочитая контролировать крупные, значимые для экономического развития предприятия в целях реализации своих стратегических задач (Trifonov, 2020).

Проведя анализ опубликованных научно-исследовательских работ, можно сделать вывод о том, что для европейского и китайского рынка влияние политических связей на деятельность компаний изучена достаточно хорошо. Однако на момент написания данной работы было проведено лишь одно исследование (Trifonov, 2020), оценивающее характер воздействия политических связей на российские компании. Несмотря на его полноту и качественную проработку проблематики, в работе не изучался эффект, который оказывают связи руководителей компании с органами государственной власти на результативность сделок слияний и поглощений. Восполнение данного пробела в научно-исследовательской литературе и является одной из задач данной работы.

2. Гипотезы исследования и модель

Гипотезы исследования

Для проведения регрессионного анализа влияния политических связей генерального директора на эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке необходимо ввести гипотезы, подтверждающие или опровергающие характер воздействия подобных связей на M&A.

Гипотеза 1: Слияния и поглощения, проведенные в 2000–2023 гг. на российском рынке, не приводят к разрушению стоимости компании-покупателя.

Российский фондовый рынок достаточно молод, а вопросы регулирования и оценки компаний относительно непрозрачны, что часто приводит к тому, что рынок переоценивает или недооценивает перспективы той или иной сделки на стадии переговоров. Однако ряд исследований показывают положительную реакцию российского рынка на объявление о сделках (Никушкина, Болотникова, 2011; Чиркова, Чувствина, 2011). Мы ожидаем положительной реакции рынка, поскольку в большинстве сделок по слияниям и поглощениям целевыми компаниями являются частные компании. Ряд предыдущих исследований показал, что в среднем приобретающие компании получали более высокую прибыль при приобретении частных фирм, поскольку они страдали от дисконта из-за отсутствия

конкурентоспособности на рынке, имели меньшие возможности для ведения переговоров с покупателями из-за более частых неудач на рынке корпоративного контроля над частными фирмами и меньшей прозрачности, которая создает для покупателей больше возможностей для использования частной информации (Faccio et al., 2006; Moeller et al., 2008; Чиркова, Чувствина, 2011).

Гипотеза 2: Наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, являющейся государственным предприятием, приводит к значимой отрицательной реакции фондового рынка.

В странах, которым присущи признаки переходной экономики, государство, с одной стороны, сосредотачивается на выполнении регулирующей и стабилизирующей функции, характерных для рыночной системы, с другой стороны, продолжает сохранять контроль над стратегически значимыми отраслями экономики. Именно с целью усиления контроля государство предпочитает иметь политически связанных генеральных директоров в предприятиях, мажоритарным акционером которых оно является (Fan et al., 2007; Wu et al., 2007). Предполагается, что генеральные директора, связанные с органами государственной власти, лучше осведомлены об экономических и стратегических интересах страны и могут принимать решения, согласующиеся с проводимым правительством политикой.

Зачастую глобальные экономические цели государства превалируют над целью увеличения капитализации отдельно взятой государственной компании-покупателя (Liu et al., 2019). Например, правительство может стремиться поддержать определенный сектор экономики. Для предотвращения ухудшения финансового положения или банкротства компании из этого сектора оно может быть заинтересовано в покупке этой компании государственной компанией-покупателем. Подобная сделка с большой долей вероятности будет неэффективной для компании-покупателя. Она не будет учитывать наличие или отсутствие синергии для увеличения доли рынка компании-покупателя, снижения себестоимости производства за счет возможного эффекта масштаба после приобретения компании-цели и прочих факторов, принимаемых во внимание при проведении сделки M&A в рыночных условиях. Генеральные директора, связь с которыми государство установило в целях контроля, больше заинтересованы в установлении и расширении собственных политических связей. Владея лишь небольшой долей акций предприятия, они не заинтересованы в повышении его капитализации и действуют в соответствии с теорией агентских отношений.

Гипотеза 3: Наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, не являющейся государственным предприятием, приводит к значимой положительной реакции фондового рынка.

В отличие от целей государственных компаний, которые обсуждались выше, целью частных предприятий всегда является максимизация прибыли акционеров (Liu et al., 2019). Существует большое количество научно-исследовательских работ, доказывающих положительное влияние связей руководства компании с органами государственной власти на эффективность сделок компании-покупателя. Исследователи, приходящие к выводу о положительном характере влияния, подтверждают его ресурсной теорией. Теория ресурсной зависимости, как уже говорилось ранее, утверждает, что наличие внешних ресурсов ключевым образом влияет на эффективность организации, создавая для компании ряд конкурентных преимуществ. Политически связанный генеральный директор может в целях сделки обеспечить доступ компании к льготному кредитованию, грантам и субсидированию, договориться о государственных заказах после сделки, может упростить согласование сделки антимонопольной комиссией и т. д.

Эконометрическая модель

В данном исследовании применяется метод событий, эффективность сделок изучается в терминах сверхдоходности акций компании (CAR) в определенный период до и после анонсирования сделки. Показатель CAR в качестве зависимой переменной был выбран по нескольким причинам:

- основной целью компаний является максимизация благосостояния акционеров, которое зависит от текущей рыночной стоимости акции (Malhotra et al., 2011; Narayan, 2014);
- цены на акции в большей степени определяют стоимость компании, чем, например, ее прибыльность, поскольку содержат в себе ожидания рынка относительно дальнейшего развития предприятия, а не только информацию о его текущих финансовых результатах (Kale et al., 2002);
- использование показателей бухгалтерского учета может привести к различиям в результатах, поскольку при составлении отчетности могут применяться разные стандарты; оперирование термином сверхдоходности акций в качестве зависимой переменной помогает избежать возникновения данной проблемы (Cording et al., 2008).

Для применения метода событий необходимо определить период времени («окно») до/после появления новой информации на рынке (для данного исследования — информации об анонсировании сделки), на котором будет изучаться реакция рынка. В данной работе «окна» событий были выбраны на основе исследований, посвященных развивающимся рынкам, и составили $[-20; +20]$, $[-15; +15]$, $[-10; +10]$ и $[-1; +1]$ дней до/после объявления о сделке слияния или поглощения. Для определения нормальной доходности использовалось окно $[-120; -21]$ день, т. е. анализировались котировки ценных бумаг за полгода до сделки.

На первом этапе рассчитывалась доходность акций компании по формуле:

$$R_{it} = \ln \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right),$$

где R_{it} — доходность i -й акции в день t ; P_t — цена акции на момент закрытия торгов в день t ; а P_{t-1} — цена акции на момент закрытия торгов предыдущего дня.

Аналогичным образом была рассчитана доходность рынка, в качестве исходных данных брались котировки индекса: российского индекса MOEX, если компания в выбранный период торговалась на Московской бирже, или другого соответствующего индекса, если компания размещала свои ценные бумаги за рубежом.

Сверхдоходность была рассчитана по формуле:

$$AR = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}),$$

где R_{it} — нормальная доходность акции или доходность в условиях отсутствия какого-либо события; β — рыночная бета, мера риска, мера, отражающая изменчивость доходности ценной бумаги по отношению к доходности другого портфеля, в данном случае рыночного.

Далее был произведен расчет кумулятивной сверхдоходности и средней сверхдоходности по формулам:

$$CAR = \sum_{t=T_1}^{T_m} AR_{it}.$$

Итоговый CAR представляет собой среднее значение прибыльности компании из выборки за определенный период. Если $CAR > 0$, то сделка эффективна и создает дополнительную стоимость компании, если $CAR < 0$, то транзакцию можно считать неэффективной.

Определив зависимую переменную, перейдем к моделированию, примененному в исследовании. Уравнение регрессии выглядит следующим образом:

$$CAR_i = \alpha_0 + \beta_1 \cdot PC_i + \beta_2 \cdot BS_i + \beta_3 \cdot RelativeSize_i + \beta_4 \cdot Industry_i + \beta_5 \cdot CB_i + \beta_6 \cdot Toehold_i + \beta_7 \cdot Pay_i + \beta_8 \cdot ROA_i + \beta_9 \cdot LnTA_i + \beta_{10} \cdot MTB_i + \varepsilon_i.$$

Зависимые переменные:

В целях исследования было построено 8 регрессионных уравнений (по 4 для каждой из моделей, указанных выше), в каждом из которых в качестве зависимой переменной бралась средняя сверхдоходность акций компании после анонсирования сделки на окнах $[-20;+20]$, $[-15;+15]$, $[-10;+10]$, $[-1;+1]$.

Независимые переменные:

PC — бинарная переменная, которая принимает значение 1, если политическая связь существует, 0, если нет. В данном исследовании под политической связью подразумевается политическая связь генеральных директоров, которые идентифицировались связанными, если на момент сделки или когда-либо в прошлом они состояли на службе в каком-либо из следующих государственных органов: Администрация Президента, Совет Безопасности, Государственный совет, Совет Федерации, Государственная Дума, Правительство Российской Федерации, Федеральное министерство, Федеральное агентство.

SOE — бинарная переменная, которая принимает значение 1, если компания является государственной (в ее уставном капитале доля государственного участия составляет 51% и более), принимает значение 0, если данное условие не выполняется (Liu et al., 2019).

Контрольные переменные:

Контрольные переменные были выбраны вслед за другими исследованиями, посвященными изучению влияния политических связей генерального директора на эффективность компании. Они подразделяются на три вида.

Переменная, контролирующая влияние совета директоров компании-покупателя на сделку:

BS — количество членов совета директоров; в исследовании (Jensen, 1993) говорится о том, что большой совет директоров ассоциируется с неспособностью вести переговоры и отсутствием координации; в связи с этим ожидается негативное влияние данной переменной на CAR и возникает необходимость ее включения в регрессионное уравнение в качестве контрольной.

Переменные, контролирующие влияние характеристик сделки на ее эффективность:

RelativeSize — отношение объема сделки к рыночной капитализации компании-покупателя. Крупные сделки обычно приводят к созданию ценности для акционеров (Moeller et al., 2004), что обуславливает необходимость контроля данного фактора.

Industry — бинарная переменная, которая принимает значение 1, если индустрии компании-цели и компании-покупателя совпадают, 0, если нет. В том случае, если

компания-покупатель и компания-цель имеют одну сферу деятельности, процесс интеграции технологий и бизнес-процессов компании-цели в структуру компании-покупателя происходит эффективнее, в связи с чем ожидается положительное влияние переменной на зависимую переменную SAR и возникает необходимость контроля.

Toehold — бинарная переменная, которая принимает значение 1, если приобретающая компания владела более чем 5% компании-цели до совершения сделки.

CB — бинарная переменная, принимает значение 1, если сделка была трансграничной, в противном случае принимает 0. Трансграничные сделки дают возможность компаниям извлекать выгоду из различий в системах налогообложения в разных юрисдикциях (Servaes, Zenner, 1994).

Pay — бинарная переменная, которая принимает значение 1, если компания-покупатель производила оплату акциями, 0, если оплата производилась наличными денежными средствами. Компании-покупатели предпочитают платить акциями, когда считают, что их акции переоценены, и наличными средствами в случае недооценки их акций фондовым рынком (Myers, Majluf, 1984).

Переменные, контролирующие влияние характеристик компании-покупателя на эффективность сделки:

ROA — показатель рентабельности активов компании-покупателя, позволяет оценить, насколько эффективно активы компании используются для генерации прибыли. Высокая способность предприятия создавать прибыль является положительным сигналом для фондового рынка, вследствие чего переменную *ROA* необходимо включить в регрессионное уравнение в качестве контрольной (Hamza, 2009).

lnTA — натуральный логарифм совокупных активов компании-покупателя. Согласно работе (Moeller et al., 2004), чем больше размер компании, тем меньше будет реакция рынка на объявление о сделке, более крупные фирмы получают меньшую сверхдоходность, так как менее крупные компании обладают хорошим потенциалом роста, что создает высокую ценность для участников торгов (Hamza, 2009).

MTB — отношение рыночной стоимости компании к ее балансовой стоимости. Когда компания-покупатель имеет большой потенциал роста, она создает большую ценность для участников торгов (Hamza, 2009).

3. Критерии формирования выборки и проверка гипотез

Для исследования была сформирована выборка на основе таких баз данных, как Van Dijk (Zephyr) и Capital IQ, откуда была взята информация о российских сделках M&A. Bloomberg был использован для выгрузки котировок акций компаний, чьи сделки попали в выборку. Данные о наличии политических связей и другая информация, не содержащаяся в базах, были собраны вручную с сайтов компаний и сторонних информационных источников. Данные отбирались по определенным критериям, часть из которых характерна для всех исследований на подобную тему:

- в работе рассматривался период с 01.01.2000 по 31.12.2023;
- рассматриваемые сделки относятся к сделкам слияний и поглощений;
- сделка была не только анонсирована, но и завершена (Masulis et al., 2007; Teti et al., 2017);
- были исключены сделки объемом до 1 млн долл., так как сделки на относительно небольшие суммы не оказывают влияния на увеличение экономической стоимости компании-покупателя (Ahn et al., 2010; Masulis et al., 2007; Teti et al., 2017);
- до сделки компания-покупатель владела менее 50% компании-цели, но после проведения транзакции она стала обладать контрольным пакетом.

Отсутствие контрольного пакета не дает возможности существенно влиять на деятельность компании-цели и затрудняет увеличение экономической стоимости компании-покупателя посредством проведения M&A;

- компания-покупатель является российской компанией;
- компания-покупатель является публичной;
- компания-покупатель не относится к компаниям финансового сектора, поскольку для них характерен другой способ ведения финансовой отчетности.

Первоначальная выборка составила 421 сделку. С целью получения итоговой выборки были совершены следующие действия:

- для целей расчета сверхдоходности акций из полученной выборки были удалены сделки, на момент совершения которых компания-покупатель еще не являлась публичной;
- далее из нее были удалены кризисные 2009, 2014, 2020 и 2022 гг. (в качестве кризисного брался 2009 г., а не 2008 г., потому что падение российского рынка пришлось преимущественно на этот год);
- следующим важным этапом стало удаление сделок, чьи окна для расчета CAR накладывались на окна предшествующих им сделок;
- был проведен тест Шапиро–Уилка и удалены выбросы, негативно сказывающиеся на нормальности распределения.

Итоговая выборка государственных компаний составила 77 сделок; итоговая выборка частных предприятий составила 94 сделки (табл. 1).

Таблица 1

Описательная статистика

	Mean	Median	SD	Minimum	Maximum
Panel A: deal characteristics					
CAR [-1;+1]	0,00322	-0,00030	0,02875	-0,06469	0,08686
CAR [-3;+3]	0,00827	0,00511	0,04246	-0,11323	0,14625
CAR [-5;+5]	0,00274	0,00388	0,05412	-0,13870	0,19910
CAR [-10;+10]	-0,00001	-0,00552	0,08222	-0,21867	0,27521
CAR [-15;+15]	-0,00137	-0,00909	0,09449	-0,18999	0,25325
CAR [-20;+20]	-0,00178	-0,00458	0,10941	-0,34022	0,29601
Relative Size	0,02914	0,00573	0,08629	0,00001	0,86686
Pay	0,15205	0,00000	0,35907	0,00000	1,00000
CB	0,25146	0,00000	0,43385	0,00000	1,00000
Industry	0,45614	0,00000	0,49807	0,00000	1,00000
Toehold	0,19298	0,00000	0,39464	0,00000	1,00000
Panel B: CEO and board characteristics					
PC	0,33918	0,00000	0,47343	0,00000	1,00000
BS	9,83626	10,00000	1,87538	5,00000	15,00000
Panel C: acquirer characteristics					
SOE	0,45029	0,00000	0,49752	0,00000	1,00000
ROA	0,11660	0,10090	0,07177	-0,04280	0,35680
LnTA	9,61498	9,59764	1,43575	6,26397	12,92028
MTB	2,96065	2,03219	3,06448	-3,11724	19,69158

Источник: вычисления авторов.

Помимо теста Шапиро–Уилка на определение нормальности распределения для обеих выборок в работе использовался тест Уайта на выявление гетероскедастичности. Значение p -value для всех тестируемых регрессий оказалось больше уровня значимости в 5%, что подтвердило отсутствие статистически значимых

доказательств в пользу гетероскедастичности данных. Тесты на наличие автокорреляции не проводились, поскольку работа выполнялась на кросс-секционных данных, где автокорреляция заведомо отсутствует. Для оценки мультиколлинеарности в регрессиях было использовано значение VIF (Variance Inflation Factor): чем выше значение VIF, тем сильнее мультиколлинеарность. Значения показателя для регрессий в данном исследовании составили от 1 до 5, что говорит о наличии умеренной мультиколлинеарности, считающейся приемлемой.

Описательная статистика переменных представлена в табл. 1. Максимальное среднее значение кумулятивной аномальной доходности (CAR) относится к окну $[-3; +3]$ и составляет 0,83%, а минимальное — к окну $[-20; 20]$ и составляет $-0,18\%$. Среднее значение «Relative Siz» составляет 3% и не сильно варьирует по выборке. Аналогичный показатель бинарной переменной «Pay» равен 15%. Почти половина сделок из выборки совершалась между компаниями из одной индустрии и около 25% сделок являлись трансграничными. Среднее значение рентабельности по выбранным сделкам составляет 12% и характеризуется низким стандартным отклонением. Чуть меньше половины компаний-покупателей являлись государственными.

Следующим шагом работы стала проверка гипотез исследования.

Таблица 2

Результативность сделок слияний и поглощений, проводимых российскими компаниями-покупателями

Окно события	CAR, %	t-статистика
$[-1; +1]$	0,3257	$-0,1614$
$[-3; +3]$	0,2467	0,0256
$[-5; +5]$	0,1123	0,9832
$[-10; +10]$	0,0124	0,0117
$[-15; +15]$	$-0,0940$	0,2836
$[-20; +20]$	$-0,1299$	1,0254

Источник: вычисления авторов.

В табл. 2 показана результативность сделок слияний и поглощений, проводимых российскими компаниями-покупателями. Важно отметить, что она тестировалась на общей выборке сделок (для целей проверки первой гипотезы разделение выборки на частные и государственные предприятия не производилось). На событийных окнах $[-1; +1]$, $[-3; +3]$, $[-5; +5]$, $[-10; +10]$ эффективность сделок является положительной, котировки компаний показывают сверхдоходность, на окнах $[-15; +15]$, $[-20; +20]$ результативность сделок отрицательная. Однако результаты теста оказались статистически незначимыми. Таким образом, первая гипотеза о том, что на российском рынке сделки M&A не приводят к разрушению стоимости компании-покупателя, отвергается.

Перейдем к тестированию второй гипотезы исследования. Она заключалась в том, что наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, являющейся государственным предприятием, приводит к значимой отрицательной реакции фондового рынка. Результаты представлены в табл. 3.

Вторая гипотеза исследования не отвергается для окон событий $[-5; +5]$, $[-10; +10]$. Для первого из вышеперечисленных окон гипотеза не отвергается на уровне значимости 5%, для второго — на уровне значимости 1%. Этот результат совпадает с результатом работы (Liu et al., 2019). Регрессии в целом также являлись статистически значимыми.

Таблица 3

Результаты регрессионного анализа для выборки государственных компаний

Переменная	Длина окна события					
	[-1;+1]	[-3;+3]	[-5;+5]	[-10;+10]	[-15;+15]	[-20;+20]
<i>Intercept</i>	0,0378743	-0,0334951	0,0586444	-0,069611	-0,037640	-0,078742
<i>PC</i>	0,0137597	0,0068846	-0,0331169 (.)	-0,060328*	0,012172	0,027833
<i>BS</i>	-0,0008416	0,0024421	-0,0021484	0,007918	0,006093	0,009496
<i>RelativeSize</i>	-0,0099911	0,0469616	0,0221800	0,121223	0,124289	0,085837
<i>Industry</i>	-0,0034612	-0,0088605	-0,0028289	-0,010163	-0,050952	-0,051194
<i>CB</i>	-0,0092096	-0,0072182	-0,0002549	0,006701	0,007246	0,043379
<i>Toehold</i>	0,0075758	0,0006897	0,0179470	0,011197	0,011715	-0,007563
<i>Pay</i>	-0,0133219	-0,0040266	-0,0153935	-0,052635*	-0,075245	-0,057994
<i>ROA</i>	0,1386074**	0,0746444	0,1880680 (.)	0,143591	0,066213	0,134091
<i>LnTA</i>	-0,0040298	0,0013548	-0,0072268	-0,006503	-0,001249	-0,003199
<i>MTV</i>	-0,0035051	-0,0027060	-0,0024163	0,001840	-0,003205	-0,002734

Уровни значимости: 0,001 >> **; 0,01 >> *; 0,05 >> (.)

Источник: вычисления авторов.

Далее протестируем заключительную гипотезу данного исследования. Она заключалась в том, что наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, не являющейся государственным предприятием, приводит к значимой положительной реакции фондового рынка. Результаты представлены в табл. 4.

Третья гипотеза не подтвердилась. Независимая переменная PC оказалось незначимой для всех исследованных событийных окон. Вероятная причина отсутствия значимых результатов — сложность установления политических связей для таких компаний. Как упоминалось в работе, крупные, системно-значимые компании в России контролируются государством. Есть вероятность, что деятельность генеральных директоров таких компаний более публична и сигнал о наличии у них связей с органами государственной власти доходит до фондового рынка, в отличие от аналогичного сигнала, касающегося частных компаний.

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа для выборки негосударственных компаний

Переменная	Длина окна события					
	[-1;+1]	[-3;+3]	[-5;+5]	[-10;+10]	[-15;+15]	[-20;+20]
<i>Intercept</i>	0,0159110	2,574e-02	0,060690	-0,0314255	0,036860	-0,010870
<i>PC</i>	-0,0031862	-5,292e-03	0,003569	-0,0256229	-0,012728	-0,006590
<i>BS</i>	-0,0028235	-9,083e-04	-0,001787	0,0006613	-0,010275	-0,008662
<i>RelativeSize</i>	-0,0440419	-2,416e-01*	-0,316051*	-0,2268339	-0,196702	-0,286352
<i>Industry</i>	-0,0049878	-5,325e-03	-0,015615	-0,0200111	-0,032952	-0,036377
<i>CB</i>	0,0019274	8,509e-03	0,009183	0,0041134	0,008934	0,012255
<i>Toehold</i>	0,0050981	-4,391e-03	-0,012970	-0,0237710	0,006674	-0,005102
<i>Pay</i>	-0,0043011	2,995e-02	0,053186*	0,0586897 (.)	0,040506	0,091622*
<i>ROA</i>	0,0497357	7,268e-02	0,038124	0,1342157	0,107223	0,176387
<i>LnTA</i>	0,0019182	9,319e-05	-0,001738	0,0057339	0,010088	0,012677
<i>MTV</i>	-0,0003350	-3,326e-03	-0,003407*	-0,0038550	-0,005516 (.)	-0,005083

Уровни значимости: 0,001 >> **; 0,01 >> *; 0,05 >> (.)

Источник: вычисления авторов.

Заключение

Обзор литературы выявил, что на данный момент существует большое количество работ, посвященных проблеме влияния политических связей на эффективность компании. Исследователи по-разному определяют понятие эффективности предприятия, пользуются различной методологией, изучают как развитые, так и развивающиеся рынки. Однако ограниченное количество работ посвящено исследованию влияния политических связей на компании российского рынка. Для того, чтобы дополнить существующую научно-исследовательскую литературу на выбранную тему, была проведена оценка влияния политических связей генерального директора компании-покупателя на эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке на двух различных выборках: выборке государственных компаний и выборке частных компаний. Первая выборка составила 77 сделок, вторая — 94 сделки. В исследовании изучался период с 2000 по 2023 г. включительно. Результаты работы можно сформулировать следующим образом.

Наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, являющейся государственным предприятием, приводит к значимой отрицательной реакции фондового рынка в среднесрочной перспективе. Результат можно объяснить тем, что целью государства, как собственника, не является максимизация капитализации предприятия. Государство преследует стратегические задачи развития экономики, при необходимости подчиняя этим задачам и цели сделок M&A, проводимые государственными предприятиями.

Наличие политических связей у генерального директора российской компании-покупателя, не являющейся государственным предприятием, не приводит к значимой реакции фондового рынка. Можно сделать предположение, что для частных компаний рынку труднее установить наличие политических связей.

Данное исследование имеет практическую значимость. Основываясь на его результатах, руководство компании сможет обосновывать эффективность сделок M&A, принимая во внимание наличие или отсутствие политических связей генерального директора компании. Выводы работы также могут быть использованы в качестве ориентира при отборе кандидатов на должность генерального директора для компаний, активно участвующих в M&A и стремящихся достигать высокой эффективности сделок.

Источники

Никитушкина И. В., Болотникова И. И. Риски в сделках слияния и поглощения // Вопросы экономики и права. 2011. № 5. С. 163–169.

Чиркова Е. В., Чувствина Е. В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3. С. 30–43.

Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. S. Multiple Directorships and Acquirer Returns // Journal of Banking Finance. 2010. Vol. 34. N 9. P. 2011–2026.

Adelino M., Dinc I. S. Corporate Distress and Lobbying: Evidence from the Stimulus Act // Journal of Financial Economics. 2014. Vol. 114. N 2. P. 256–272.

Cording M., Christmann P., King D. Reducing Causal Ambiguity in Acquisition Integration: Intermediate Goals as Mediators of Integration Decisions and Acquisition Performance // Academy of Management Journal. 2008. Vol. 51. N 4. P. 744–767.

Faccio M., Masulis R. W., McConnell J. J. Political Connections and Corporate Bailouts // Journal of Finance. 2006. Vol. 61. N 6. P. 2597–2635.

Fan J. P. H., Wang T. J., Zhang T. Political Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms // Journal of Financial Economics. 2007. Vol. 84. N 2. P. 330–357.

Gao W., Zhen H., Ping Y. Research in International Business and Finance // Research in International Business and Finance. 2019. Vol. 50. P. 38–53.

- Goldman E., Rocholl J., So J.* Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? // *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. N 6. P. 2331–2360.
- Hamza T.* Determinants of Short-Term Value Creation for the Bidders: Evidence from France // *Journal of Management and Governance*. 2009. Vol. 15. N 2. P. 157–186.
- Jensen M. C., Meckling W. H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360.
- Kale P., Dyer J. H., Singh H.* Alliance Capability, Stock Market Response, and Long-Term Alliance Success: The Role of the Alliance Function // *Strategic Management Journal*. 2002. Vol. 23. N 8. P. 747–767.
- Krueger A. O.* The Political Economy of the Rent Seeking Society // *The American Economic Review*. 1974. Vol. 64. N 3. P. 291–303.
- Lin C., Lin P., Song F., Li C.* Managerial Incentives, CEO Characteristics and Corporate Innovation in China's Private Sector // *Journal of Comparative Economics*. 2011. Vol. 39. N 2. P. 176–190.
- Liu N., Wang L., Zhang M.* Corporate Ownership, Political Connections and M A: Empirical Evidence from China // *Asian Economic Papers*. 2013. Vol. 12. N 3. P. 41–57.
- Liu Q., Luo T., Tian G. G.* How do Political Connections Cause SOEs and Non-SOEs to Make Different M A Decisions/Performance? Evidence from China // *Accounting and Finance*. 2019. Vol. 59. N 4. P. 2579–2619.
- Malhotra S., Sivakumar K., Zhu P.* A Comparative Analysis of the Role of National Culture on Foreign Market Acquisitions by U. S. Firms and Firms from Emerging Countries // *Journal of Business Research*. 2011. Vol. 64. N 7. P. 714–722.
- Masulis R. W., Wang C., Xie F.* Corporate Governance and Acquirer Returns // *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62. N 4. P. 1851–1889.
- Moeller S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M.* Firm Size and the Gains from Acquisitions // *Journal of Financial Economics*. 2004. Vol. 73. N 4. P. 201–228.
- Myers S. C., Majluf N. S.* Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. NBER Working Paper N w1396. 1984.
- Narayan P. C., Thenmozhi M.* Do Cross-Border Acquisitions Involving Emerging Market Firms Create Value: Impact of Deal Characteristics // *Management Decision*. 2014. Vol. 52. N 8. P. 1451–1473.
- Pfeffer J., Salancik G. R.* *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York, 1978.
- Schweizer D., Walker T., Zhang A.* Cross-Border Acquisitions by Chinese Enterprises: The benefits and Disadvantages of Political Connections // *Journal of Corporate Finance*. 2019. Vol. 57. P. 63–85.
- Servaes H., Zenner M.* Taxes and the Return to Foreign Acquisitions in the United States // *Financial Management*. 1994. Vol. 23. N 4. P. 42–56.
- Shuangyan L., Anum S., Genfu F.* Top Executives' Multi-Background and M A Decisions: Evidence from Chinese-Listed Firms // *Emerging Markets Finance and Trade*. 2022. Vol. 58. N 6. P. 1602–1614.
- Shuangyan L., Anum S., Mingbo Z., Chun-Ping C.* The Impacts of executives' Political Connections on Interactions Between Firm's Mergers, Acquisitions, and Performance // *Economic Change and Restructuring*. 2022. Vol. 55. N 2. P. 653–679.
- Sua J., Zhangb M., Zhangb W.* The Effect of Political Connections on Acquisition-Evidence from Chinese NonSOEs // *Applied Financial Economics*. 2013. Vol. 23. N 24. P. 1871–1890.
- Teti E., Dell'Acqua A., Etro L., Volpe M.* The Impact of Board Independence, CEO Duality and CEO Fixed Compensation on M A Performance // *Corporate Governance*. 2017. Vol. 17. N 5. P. 947–971.
- Trifonov D.* Political Connections of Russian Corporations: Blessing or Curse? Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP 230/EC/2020. 2020.
- Wu W., Wu C., Rui O. M.* Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China // *European Financial Management*. 2012. Vol. 18. N 4. P. 695–725.
- Zhao H., Huanyu M., Ting H.* Acquirer Size, Political Connections and Mergers and Acquisitions Performance Evidence from China // *Studies in Economics and Finance*. 2019. Vol. 36. N 2. P. 311–332.

References

- Adelino M., Dinc I. S. Corporate Distress and Lobbying: Evidence from the Stimulus Act. *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 114, iss. 2, pp. 256–272.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. S. Multiple Directorships and Acquirer Returns. *Journal of Banking Finance*, 2010, vol. 34, iss. 9, pp. 2011–2026.
- Chirkova E. V., Chuvstvin E. V. Reaktsiya rynka na ob'yavleniye o vnedrenii kompaniy otkrytogo i zakrytogo tipa [Market Reaction to the Announcement of the Introduction of Open and Closed Type Companies]. *Korporativnyye finansy [Corporate Finance]*, 2011, N 3, pp. 30–43. (In Russian)

Cording M., Christmann P., King D. Reducing Causal Ambiguity in Acquisition Integration: Intermediate Goals as Mediators of Integration Decisions and Acquisition Performance. *Academy of Management Journal*, 2008, vol. 51, iss. 4, pp. 744–767.

Faccio M., Masulis R. W., McConnell J. J. Political Connections and Corporate Bailouts. *Journal of Finance*, 2006, vol. 61, iss. 6, pp. 2597–2635.

Fan J. P. H., Wang T. J., Zhang T. Political Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms. *Journal of Financial Economics*, 2007, vol. 84, iss. 2, pp. 330–357.

Gao W., Zhen H., Ping Y. Research in International Business and Finance. *Research in International Business and Finance*, 2019, vol. 50, pp. 38–53.

Goldman E., Rocholl J., So J. Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? *The Review of Financial Studies*, 2009, vol. 22, iss. 6, pp. 2331–2360.

Hamza T. Determinants of Short-Term Value Creation for the Bidders: Evidence from France. *Journal of Management and Governance*, 2009, vol. 15, iss. 2, pp. 157–186.

Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.

Kale P., Dyer J. H., Singh H. Alliance Capability, Stock Market Response, and Long-Term Alliance Success: the Role of the Alliance Function. *Strategic Management Journal*, 2002, vol. 23, iss. 8, pp. 747–767.

Krueger A. O. The Political Economy of the Rent Seeking Society. *The American Economic Review*, 1974, vol. 64, iss. 3, pp. 291–303.

Lin C., Lin P., Song F., Li C. Managerial Incentives, CEO Characteristics and Corporate Innovation in China's Private Sector. *Journal of Comparative Economics*, 2011, vol. 39, iss. 2, pp. 176–190.

Liu N., Wang L., Zhang M. Corporate Ownership, Political Connections and M A: Empirical Evidence from China. *Asian Economic Papers*, 2013, vol. 12, iss. 3, pp. 41–57.

Liu Q., Luo T., Tian G. G. How do Political Connections Cause SOEs and Non-SOEs to Make Different M A Decisions/Performance? Evidence from China. *Accounting and Finance*, 2019, vol. 59, iss. 4, pp. 2579–2619.

Malhotra S., Sivakumar K., Zhu P. A Comparative Analysis of the Role of National Culture on Foreign Market Acquisitions by U. S. Firms and Firms from Emerging Countries. *Journal of Business Research*, 2011, vol. 64, iss. 7, pp. 714–722.

Masulis R. W., Wang C., Xie F. Corporate Governance and Acquirer Returns. *Journal of Finance*, 2007, vol. 62, iss. 4, pp. 1851–1889.

Moeller S. B., Schlingemann F. P., Stulz R. M. Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 2004, vol. 73, iss. 4, pp. 201–228.

Myers S. C., Majluf N. S. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*. NBER Working Paper No. w1396, 1984.

Narayan P. C., Thenmozhi M. Do Cross-Border Acquisitions Involving Emerging Market Firms Create Value: Impact of Deal Characteristics. *Management Decision*, 2014, vol. 52, iss. 8, pp. 1451–1473.

Nikitushkina I. V., Bolotnikova I. I. Riski v sdelkakh sliyaniya i razdeleniya [Risks in Mergers and Divisions]. *Voprosy Ekonomiki i Prava* [Questions of Economics and Law], 2011, N 5, pp. 163–169. (In Russian)

Pfeffer J., Salancik G. R. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper Row, New York, 1978.

Schweizer D., Walker T., Zhang A. Cross-Border Acquisitions by Chinese Enterprises: The Benefits and Disadvantages Of Political Connections. *Journal of Corporate Finance*, 2019, vol. 57, pp. 63–85.

Servaes H., Zenner M. Taxes and the Return to Foreign Acquisitions in the United States, *Financial Management*, 1994, vol. 23, iss. 4, pp. 42–56.

Shuangyan L., Anum S., Genfu F. Top Executives' Multi-Background and M A Decisions: Evidence from Chinese-Listed Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2022, vol. 58, iss. 6, pp. 1602–1614.

Shuangyan L., Anum S., Mingbo Z., Chun-Ping C. The Impacts of executives' Political Connections on Interactions Between Firm's Mergers, Acquisitions, and Performance. *Economic Change and Restructuring*, 2022, vol. 55, iss. 2, pp. 653–679.

Sua J., Zhangb M., Zhangb W. The Effect of Political Connections on Acquisition-Evidence from Chinese NonSOEs. *Applied Financial Economics*, 2013, vol. 23, iss. 24, pp. 1871–1890.

Teti E., Dell'Acqua A., Etro L., Volpe M. The Impact of Board Independence, CEO Duality and CEO Fixed Compensation on M A Performance. *Corporate Governance*, 2017, vol. 17, iss. 5, pp. 947–971.

Trifonov D. Political Connections of Russian Corporations: Blessing or Curse? Higher School of Economics Research Paper No. WP BRP 230/EC/2020, 2020.

Wu W., Wu C., Rui O. M. Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. *European Financial Management*, 2012, vol. 18, iss. 4, pp. 695–725.

Zhao H., Huanyu M., Ting H. Acquirer Size, Political Connections and Mergers and Acquisitions Performance Evidence from China. *Studies in Economics and Finance*, 2019, vol. 36, iss. 2, pp. 311–332.

Статья поступила в редакцию 25 октября 2024 г.

Статья рекомендована в печать 1 июня 2025 г.