

*С. В. Разманова*

## АНАЛИЗ ЭФФЕКТИВНОСТИ ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Цель настоящей статьи — анализ результативности сделок M&A в нефтегазовой отрасли между российскими и зарубежными компаниями. Предметом исследования является взаимосвязь между объявлением о предстоящей интеграционной сделке и показателями эффективности приобретающей компании. В ходе исследования проверяется гипотеза о воздействии анонсирования национальных и транснациональных сделок M&A на изменение курсовой стоимости акций приобретающей компании в нефтегазовом секторе. Методологической основой исследования выбран рыночный подход в краткосрочном периоде. Анализ целевых и поглощаемых нефтегазовых компаний дополняется оценкой R&D интенсивности, учитывающей динамику зарегистрированных патентов и свидетельств на полезные модели. В работе рассчитаны и проанализированы показатели: cumulative abnormal return и количество переходящих объектов интеллектуальной собственности для нефтегазовых компаний, осуществивших сделки M&A в Северо-Западном регионе РФ в период с 1999 по 2015 г. Анализ эффективности сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний Северо-Западного региона выявил, что в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется отрицательной накопленной доходностью на краткосрочном временном интервале в случае если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий. Результаты исследования внесут определенный вклад в вопрос изучения эффективности сделок M&A в нефтегазовой отрасли, а также найдут применение в рамках обоснования менеджментом нефтегазовых компаний стратегических инвестиционных проектов и корпоративных стратегий развития и при реализации антимонопольных мероприятий Федеральной антимонопольной службы РФ. Библиогр. 33 назв. Табл. 3.

*Ключевые слова:* слияния и поглощения, транснациональные сделки, рынки капитала, приобретающая компания, целевая компания, исследования и разработки, cumulative abnormal return, объект интеллектуальной собственности, патент, нематериальные активы, интеллектуальный капитал.

*Svetlana V. Razmanova*

### ANALYSIS OF THE EFFECTIVENESS OF TRANSNATIONAL MERGERS AND ACQUISITIONS IN EMERGING CAPITAL MARKETS

The aim of this work is to analyze the impact of M&A transactions in the oil and gas industry between the Russian and foreign companies. The subject of research is the relationship between the announcement of the forthcoming integration of the transaction and the performance of the acquirer. The study focuses on the impact of the announcement of the national and transnational M&A deals and on the change of market value of shares of the acquiring company in the oil and gas sector. The methodological basis of the study selected the market approach in the short term. An analysis of the target and absorbing the oil and gas companies is supplemented by the assessment of R&D intensity, which takes into account the dynamics of the registered patents and the certificates for useful models. In this

---

**Светлана Валерьевна РАЗМАНОВА** — кандидат экономических наук, доцент, начальник лаборатории экономической эффективности проектов разработки, Филиал ООО «Газпром ВНИИГАЗ» в г. Ухта, Российская Федерация, 169300, Республика Коми, г. Ухта, ул. Севастопольская, 1а; s.razmanova@sng.vniigaz.gazprom.ru

**Svetlana V. RAZMANOVA** — PhD of Economics, Associate Professor, head of the laboratory for evaluating economic efficiency of developmental projects, Branch of LLC “Gazprom VNIIGAZ” in Ukhta, 1A Sevastopolskaya str., Ukhta, 169300, Republic of Komi, Russian Federation; s.razmanova@sng.vniigaz.gazprom.ru

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2016

work author calculates and analyses the indicators: cumulative abnormal return and the number of transitioning intellectual property for oil and gas companies, which involved in M&A transactions in the Northwest region of the Russian Federation in the period from 1999 to 2015. This analysis of effectiveness of mergers and acquisitions oil and gas companies in the Northwest region revealed that the domestic assets, which were previously owned by foreign companies, now come under the control of Russian enterprises. The results of this research will contribute to the study of the effectiveness of M&A transactions in the oil and gas industry and can find an application in the Antimonopoly activities of the Federal Antimonopoly service of the Russian Federation. Refs 33. Tables 3.

*Keywords:* mergers and acquisitions, transnational transactions, capital markets, the acquiring company, the target company, research and development, cumulative abnormal return, intellectual property, patent, intangible assets, intellectual capital.

## Введение

Проблема эффективности сделок слияний и поглощений в последние десятилетия освещалась применительно к рынкам США, стран ЕС, Австралии, Канады и других развитых стран. В числе основных драйверов роста сделок M&A исследователи отмечают либерализацию торговых режимов, процессы приватизации компаний, смягчение административных барьеров в области государственного контроля за сделками экономической концентрации со стороны антимонопольных служб и развитие рынка капитала. Заключая сделки M&A и особенно трансграничные сделки, фирмы обретают конкурентные преимущества в качестве доступа к новым ресурсам, технологиям [Rasiah, Gammeltoft, Jiang, 2010], знаниям, компетенциям, новым активам, маркетинговым стратегиям [Катькало, Медведев, 2011]. Ряд исследователей полагают, что ключевыми драйверами к совершению сделок будут качество раскрытия финансовой информации и географическое расположение стран [Erel, Liao, Weisbach, 2012]. Однако сделки слияний и поглощений могут привести не только к расширению рынка, но и к таким трудностям, как асимметрия информации, агентские проблемы. При этом эффекты для развитых и развивающихся рынков могут существенно различаться по причине разного уровня развития институтов корпоративного управления. Анализ эффективности сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках относится к актуальным направлениям исследований, поскольку до настоящего времени однозначные результаты по данному вопросу отсутствуют.

В работах российских ученых также выделяются основные проблемы эффективности сделок M&A, в числе которых следует отметить: осуществление организационного слияния, а не механического суммирования компаний с разной организационной и корпоративной культурой, снижение негативного влияния процессов слияний и поглощений на интеллектуальный капитал объединенных компаний, возможность эффективного совместного освоения новых технологий [Чернова, 2010; Российский рынок..., 2011; Нестеренко, Ветютнева, 2012; Ivashkovskaya, Stepanova, 2011; Корпоративные финансовые решения..., 2011; Ивашковская, Вологовская, 2012; Лебедев, 2011; Родионов, 2013; Степанова, Кузьмин, 2011]. Вывод о неэффективности определенных сделок слияний и поглощений не является революционным, дискуссии об этом в зарубежной научной среде ведутся довольно давно, но в последнее время данный вопрос становится все более актуальным по мере роста количества сделок и объемов приобретаемых нематериальных активов [Stiebale, 2013; Seru, 2014; Milliou, Pavlou, 2013].

Опыт работы ведущих отечественных нефтегазовых компаний свидетельствует о целесообразности развития системы корпоративного управления в соответствии с международно-признанными принципами. Вместе с тем методы управления, общепринятые в странах с развитой рыночной экономикой, требуют адаптации применительно к российским предприятиям. Трансграничные сделки в нефтегазовой отрасли создают дополнительные риски, связанные главным образом с географической отдаленностью или разным уровнем экономического развития.

Среди существующих подходов к ретроспективной оценке эффективности сделок M&A выделим следующие:

- рыночный метод (*event study analysis*), в рамках которого анализируются изменения доходности акций в момент объявления о сделке;
- бухгалтерский метод (*accounting studies*), или анализ финансовой отчетности, предполагающий сравнение производственно-финансовых показателей компаний до и после совершения сделки;
- опросы топ-менеджеров (*surveys of executives* или *key informants*), в ходе которых среди топ-менеджеров компаний — участниц M&A проводится их интервьюирование относительно последствий заключенных сделок и делаются выводы об их эффективности;
- анализ переменных, являющихся детерминантами успешности процессов интеграции целевой и приобретающей компаний после сделки (*integration process performance*). Такой подход исходит из предпосылки, что стоимость вследствие сделки создается только после завершения процесса объединения компаний;
- анализ влияния сделки на инновационную активность компании-цели и компании-покупателя (*R&D studies*). В качестве переменных рассматриваются такие критерии, как количество патентов, интенсивность исследований и разработок (в том числе с учетом полученных патентов) и степень инновационности продукции.

В рамках настоящего исследования необходимо рассмотреть такие понятия, как *cumulative abnormal return*, приобретающие компании, целевые компании, нематериальные активы компаний, интеллектуальный капитал компаний.

Показатель *cumulative abnormal return*<sup>1</sup> (CAR) представляет собой сумму отклонений между доходностью ценных бумаг анализируемых компаний и существующей рыночной доходностью в определенном временном диапазоне (окне событий). Если сумма накопленных отклонений сложилась на положительном уровне — это свидетельствует о положительной аномальной доходности ценных бумаг интегрируемых компаний и улучшении благосостояния акционеров компаний, объявивших о предстоящей сделке. Выявленная отрицательная аномальная доходность показывает следующее: рынок предполагает, что приобретающая компания переплатила за целевую фирму, поскольку фактические денежные потоки не будут выше ожидаемых. Даже если в день объявления о сделке оптимистические ожидания участников рынка отразились в росте котировок компании-приобретателя, через некоторое время цена акций может снизиться, поскольку первоначаль-

<sup>1</sup> В отечественной научной периодике обозначается как «кумулятивная аномальная доходность» или «накопленная избыточная доходность».

ная оценка слияния оказалась завышенной и впоследствии была скорректирована рынком.

Целевая компания — компания, о приобретении контрольного пакета акций которой (свыше 25% голосующих акций) было анонсировано на биржевом рынке<sup>2</sup>.

Приобретающая компания — компания, заявившая о намерении приобрести контрольный пакет акций целевой компании (свыше 25% голосующих акций) в предстоящей интеграционной сделке.

Нематериальные активы компании охватывают раскрытые нематериальные активы (патенты, свидетельства, торговые марки и лицензии), гудвилл (вычисляется после интеграции) и «нераскрытую ценность» (разницу между рыночной и балансовой стоимостью капитала акционеров).

Понятие «интеллектуальный капитал» в рамках проведенного в настоящей статье исследования включает в себя нематериальные, а также неденежные ресурсы, полностью или частично контролируемые организацией и участвующие в создании рыночной ценности компании. Его структура, согласно требованиям *International Federation of Accountants (IFAK)*, состоит из трех частей (отношенческий, организационный и человеческий), каждая из которых определяется исходя из их экономических характеристик. При этом под отношенческим капиталом понимается способность фирмы извлекать экономические выгоды из ресурсов, связанных с ее внешними отношениями (с покупателями, поставщиками и прочими контрагентами); под человеческим — способность извлекать экономические выгоды из знаний, навыков и опыта работников; под организационным капиталом — способность извлекать экономические выгоды из знаний, остающихся внутри фирмы. Близких позиций придерживаются эксперты по проблемам научных исследований и консалтинговой деятельности в области управления интеллектуальным капиталом [Руус, Пайк, Фернстрём, 2010; Global Intangible Financial Tracker, 2015].

Целью настоящего исследования является оценка эффективности сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли между отечественными компаниями (в качестве покупателя) и компаниями развитых стран — США и странами ЕС (в качестве цели). Предметом научного анализа служит влияние анонсирования национальных и транснациональных сделок слияний и поглощений на показатели эффективности приобретающей компании. По ходу изложения материала статьи проверяется гипотеза о влиянии анонсирования национальных и транснациональных сделок слияний и поглощений на показатели эффективности приобретающей компании. Под эффективностью сделок слияний и поглощений будет пониматься способность сделки создавать стоимость для акционеров приобретающей компании. Результативность слияний и поглощений нефтегазовых компаний анализируется посредством таких инструментов, как *cumulative abnormal return*, количество патентов и свидетельств на объекты интеллектуальной собственности.

---

<sup>2</sup> Один из административных барьеров в области государственного контроля за экономической интеграцией устанавливает, что получение предварительного разрешения для согласования сделки обязательно только для приобретения пакета голосующих акций, в результате которого в распоряжении покупателя остается свыше 25% контрольного пакета.

## 1. Методология исследования

Методологической основой исследования избран рыночный подход в краткосрочном периоде, в дополнение к которому целевые и поглощающие нефтегазовые компании оцениваются на R&D интенсивность посредством количества зарегистрированных патентов на изобретения и промышленные образцы, а также свидетельств на полезные модели.

Рыночный подход — это наиболее распространенный метод оценки эффективности транзакций слияний и поглощений. Он представляет собой анализ изменений доходности акций поглощающей и целевой компаний на краткосрочном интервале относительно момента анонсирования сделки. Указанный метод ориентируется на прогнозные показатели (доходность акции) и не анализирует фактические данные. С его помощью можно мгновенно оценить прогнозируемый эффект от сделки и сделать выводы об изменении благосостояния акционеров в результате сделки. Доступность данных для осуществления анализа эффективности также играет значительную роль.

Большинство исследователей [Papadakis, Thanos, 2010; Campbell et al., 2011; Christopher, Arishma, 2013; El-Chaarani, 2014] изучают изменение доходности акций по сравнению с их обычной доходностью, как в отношении компании-покупателя, так и в отношении приобретаемой компании. В некоторых работах анализируется совокупный эффект слияния на стоимость компании, возникающий в результате слияния (в этом случае в качестве базы для сравнения берется средневзвешенная сумма прироста дохода, так называемая аномальная прибыль, или *abnormal return*, получение которой не следует считать результатом систематических общерыночных явлений).

В случае если изменение рыночной доходности компаний изучается в течение краткосрочного периода (например, незадолго до даты объявления о слиянии), недостаток данного подхода заключается в том, что в качестве исходной базы для анализа используются не реальные изменения в деятельности компании, а рыночные ожидания по поводу еще не состоявшихся событий. Рассмотрение рыночной динамики курсов акций в период после слияния связано с проблемами иного плана, сущность которых заключается в том, что изменения в динамике курсов акций, трактуемые в исследовании как реакция рынка на текущую деятельность компаний, на самом деле могут быть не связаны со слиянием. Изучение эмпирических работ свидетельствует о том, что результаты анализа во многом зависят от выбора временного периода. Следовательно, ключевой проблемой такого подхода к оценке эффективности является выбор временного промежутка до слияния таким образом, чтобы динамика курсовой стоимости акций была «очищена» от событий, не связанных со слиянием, и отражала только рыночную оценку информации, связанной со слиянием. Среди исследователей не существует единого мнения относительно необходимой длины окна события. Длины окон событий, встречающиеся в исследованиях, составляют от 1 до 2 дней, от 11 до 14 дней, 21 день, от 1 до 40 дней. Кроме того, авторы рассматривают как симметричные (например,  $\pm 3$  дня), так и несимметричные (от  $-15$  до  $+5$  дней) окна событий.

Результаты исследований, как правило, свидетельствуют о том, что акционеры целевой компании получают существенно большую относительно «нормальной»

доходность в результате объявления о сделке, вследствие высоких премий к цене акции, обычно имеющих место в случае сделок M&A [Cai, Sevilir, 2012]. Вместе с тем в части результатов для акционеров приобретающей компании выводы исследователей не являются однозначными, поскольку в исследуемых диапазонах они получают выраженные значения отрицательной или нулевой CAR, а также незначимые значения положительной cumulative abnormal return. Исследования *Papadakis* и *Thanos* свидетельствуют о том, что в 50% случаев объявление о сделке приводило к отрицательному значению CAR для акционеров компании-покупателя.

Изучение поведения доходности акций в краткосрочном периоде в качестве методологического подхода часто подвергается критике со стороны части исследователей. В дополнение к уже обозначенному недостатку, суть которого состоит в том, что в этом случае оцениваются лишь ожидания участников рынка относительно будущей эффективности сделки, наиболее существенным замечанием, на наш взгляд, является то, что в процессе анализа не принимаются во внимание факторы, способные существенно влиять на эффективность сделки в перспективе, а именно реакция персонала компаний и уровень операционной интеграции. Еще одним существенным недостатком является тот факт, что результаты исследования могут существенно зависеть от выбранной длины окна события, длины периода оценки параметров модели, а также от выбранного метода ее корректировки. В качестве критического замечания относительно использования рассматриваемого подхода выдвигается также тот факт, что данная методология исследования может применяться только для публичных компаний. Однако, на наш взгляд, этот довод можно не принимать во внимание, поскольку в целом метод распространен на достаточно значимые статистические объемы доступной информации, в соответствии с которыми он вполне применим для целей в своей области.

В рамках рассматриваемого подхода ряд исследователей предпочитают изучать изменение доходности акций на долгосрочном временном интервале, что требует наличия статистических данных для анализа показателей в относительно длительном периоде [Bertrand, Betschinger, 2012]. При этом долгосрочный подход считается более информативным, поскольку он позволяет оценить уже не столько ожидания инвесторов относительно последствий сделки, а фактический результат сделки для компании.

Специалисты отмечают, что метод оценки эффективности сделок путем исследования CAR в долгосрочном временном диапазоне тоже не является совершенным, и критикуют модели, используемые для оценки CAR, за низкую статистическую значимость. Кроме того, по аналогии с анализом CAR в краткосрочном периоде данный метод невозможно использовать при участии в сделке непубличной компании-покупателя. И наконец, результат исследования зависит от выбранного окна событий и ориентира «нормальной» доходности.

Наряду с описанными выше методами эффективность сделок слияний и поглощений также изучают с помощью рассмотрения переменных, являющихся детерминантами успешности процессов интеграции целевой и приобретающей компаний после сделки (integration process performance). Такой подход основывается на предпосылке о том, что стоимость вследствие сделки создается только после завершения процесса объединения компаний [Chan, Emanuel, 2011; Erel, Liao, Weisbach, 2012]. В рамках данного подхода исследователи выделяют операционную интегра-

цию и интеграцию человеческих ресурсов, рассматривая их взаимное влияние, а также собственное воздействие каждого из рассматриваемых аспектов на эффективность интеграционного процесса.

Исследования в области операционной интеграции охватывают: анализ механизмов интегрирования компаний, уровня унификации продуктов, исследований и разработок и маркетинга, трансфера технологических ноу-хау, а также создания структур, управляющих знаниями с целью обучения. Операционной интеграции отводится значительная роль в процессе выявления положительной эффективности сделок слияний и поглощений.

Интеграция человеческих ресурсов рассматривается сквозь призму таких факторов, как текучесть кадров, культурная конвергенция, обязательства перед персоналом, удовлетворенность работой и безопасность. Исследователи отмечают несколько опосредованных механизмов, связывающих интеграцию человеческих ресурсов и эффективность сделки в целом. В отношении текучести кадров ученые изучают факторы, влияющие на увольнение СЕО компании-цели, сменяемость менеджмента целевой компании и сокращение количества персонала. В отношении культурной конвергенции авторы анализируют изменения корпоративной культуры до и после осуществления сделки, а также их влияние на эффективность сделок слияний и поглощений [Chan, Emanuel, 2011; Humphery-Jenner, Powell, 2014]. Результаты свидетельствуют о том, что различия в корпоративной культуре компаний оказывают существенное и преимущественно негативное влияние на результат интеграции компаний в целом.

Научные исследования влияния результативности сделок M&A на динамику инноваций приводят к выводам о том, что значительная часть сделок слияний и поглощений демонстрирует отрицательную динамику уровня инноваций в результате снижения способности объединенной компании в разработке инновационной продукции. Это связывают с возрастанием организационной сложности компаний, при которой объединенные структуры, наделенные в целом более высоким финансовым контролем, могут подразумевать более низкую R&D интенсивность [Desyllas, Hughes, 2010; Stiebale, 2013; Milliou, Pavlou, 2013; Phillips, Zhdanov, 2013; Seru, 2014].

В целом, рассматривая сложившиеся подходы к оценке эффективности сделок слияний и поглощений, можно утверждать, что эффективность сделок слияний и поглощений довольно детально исследована применительно к рынкам развитых стран. Возможность выбора из существующего спектра методов позволяет детально анализировать эффективность сделок M&A на развивающихся рынках в зависимости от целей исследования.

## 2. Постановка задачи

Несмотря на снижение активности отечественного рынка слияний и поглощений, интеграционные сделки продолжают оставаться одним из наиболее актуальных механизмов роста нефтегазовых компаний, создания и закрепления их конкурентных преимуществ на отраслевом рынке, наращивания материально-технической базы и интеллектуального капитала. В процессе интеграции предприятий нефтегазового сектора к наиболее значимым относятся вопросы снижения нега-

тивного влияния процессов слияний и поглощений на нематериальные активы, интеллектуальный капитал объединенных компаний и возможность эффективного совместного освоения новых технологий.

По данным информационного агентства АК&М, общее количество сделок слияний и поглощений по всем отраслям экономики в России существенно снизилось: с 506 трансакций в 2014 г. до 452 в 2015 г. Общая сумма сделок также свидетельствует о существенном сокращении объемов трансакций в стоимостном выражении в сравнении с 2013 г.: 3,82 трлн руб. в 2013 г. и 1,79 и 2,90 трлн руб. соответственно в 2014 и 2015 гг. При этом сектор ТЭК занимает второе место в рейтинге отраслей за 2015 г., с долей рынка слияний и поглощений в размере 18,7%<sup>3</sup>.

Эксперты АК&М отмечают, что с учетом снижения объемов производства, выручки и сокращения доступа к кредитной сфере у компаний существуют проблемы с привлечением необходимых финансовых средств для проведения трансакций. Им приходится совершать сделки, в основе которых заложены только собственные ресурсы компаний, действуя в непростой экономической ситуации, осложняющейся как внешними, так и внутренними вызовами. При этом наиболее вероятными целевыми компаниями для осуществления сделок слияний и поглощений представляются малые и средние российские нефтегазовые компании с небольшими материальными активами, но значительным потенциалом развития за счет высокого уровня интеллектуального капитала.

В рамках настоящей статьи поставлена цель оценить с позиции выбранного подхода результативность слияний и поглощений в нефтегазовом секторе Северо-Западного региона РФ, параллельно проанализировав инновационную активность интегрированных компаний, а также интеграцию человеческих и организационных ресурсов компании.

В отчете *Brand Finance* рассмотрены данные 58 832 компаний (более чем 120 стран), участвовавших в сделках M&A. В нем отмечено, что самые большие потери за последние пять лет понес мировой нефтегазовый сектор: суммарная стоимость компаний сектора упала на 1,444 трлн долл.<sup>4</sup>, что было связано с резким снижением нематериальной ценности и невысокими показателями роста чистых материальных активов. В целом для международной нефтегазовой отрасли отмечается характерное снижение нематериальных активов после осуществления «жестких» форм интеграции. Вместе с тем понятно, что ключевое значение для современного хозяйственного механизма приобретают уже не сами по себе масштабы и количественные параметры распределения нефтегазовых активов по отраслевым сегментам и странам, а качество подхода к хозяйственным операциям, в соответствии с которым вся мировая нефтегазовая отрасль изучается как глобальное поле деятельности со все большей опорой на так называемые неосязаемые конкурентные активы, трудновоспроизводимые соперниками.

Российские аналитики при изучении ведущих отечественных нефтегазовых компаний делают акцент на том, что в кризисных ситуациях финансовая уязвимость материальных ресурсов значительно выше, чем нематериальных активов.

<sup>3</sup> Информационное агентство АК&М, Статистика сделок M&A. URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2015/12.htm> (дата обращения: 02.02.2016).

<sup>4</sup> Global Intangible Financial Tracker 2015. An annual review of the world's intangible value. April 2015 / Brand Finance GIFT 2015 with CIMA. 2015. 28 p.

Наибольшая доля признанного компаниями нефтегазового сектора обесценивания приходится на материальные активы, в частности на основные средства и активы для продажи, что объясняется негативными изменениями экономической ситуации и резким снижением цен на нефть [Шпатарь, 2015]. Однако это не дает ответа на вопрос о том, почему в 2014 г. произошло значительное снижение капитализации ведущих компаний РФ, таких как ОАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть»» и ОАО «НК «ЛУКОЙЛ»». Капитализация компании ОАО «НК «Роснефть»» после приобретения ею активов ТНК-ВР в 2013 г. составила 96 млрд долл., а к концу 2014 г., по оценкам аналитиков *Forbs*, 45,9 млрд долл. Таким образом, итоговые данные по капитализации компании показывают, что стоимость ранее приобретенных активов ТНК-ВР обесценилась и наблюдается уже обратная синергия. С позиций исчисления баланса в конвертируемых валютах уменьшение запасов готовой продукции, сырья и незавершенного производства (т.е. материальной составляющей активов баланса) в стоимостном выражении вполне реально. Однако указанный факт не выявляет полностью причины снижения рыночной капитализации компании ОАО «НК «Роснефть»» с 89,2 млрд долл. в 2010 г. до 45,9 млрд долл. в 2014 г., если при этом еще на 56,0 млрд долл. в 2013 г. приобретались активы ТНК-ВР. Одним обесцениванием материальных активов на общую сумму 14,0 млрд руб. за 2013–2014 гг. в результате существующей кризисной ситуации, связанной с падением цен на нефть и волатильностью национальной валюты, охарактеризовать данную ситуацию не представляется возможным. Эксперты отмечают, что и ранее (до 2013 г.) западный стиль управления человеческими ресурсами в совместном предприятии ТНК-ВР, по существу, уже был нейтрализован в значительной степени российской спецификой [Bertrand, Betschinger, 2012; Dixon et al., 2014].

Нефтегазовый бизнес традиционно относится к тем отраслям экономики, в которых невозможно обойтись без материальных активов. Однако в настоящее время мы являемся свидетелями того, как эпоха использования альтернативных источников сырья становится все более реальной перспективой для дальнейшего развития рынка энергоносителей. В рамках этой тенденции компаниям нефтегазового сектора потребуется активное наращивание нематериального капитала за счет расширения сферы своих компетенций.

В период 1999–2015 гг. в Республике Коми было совершено около 50 сделок с активами нефтяных компаний. Однако большинство сделок проведено компаниями, фондовые инструменты которых на дату их объявления не торговались на вторичном рынке ценных бумаг. В связи с тем, что наиболее доступными в плане получения информации были данные об исторических курсах доходности обыкновенных акций ОАО «НК «ЛУКОЙЛ»», в настоящей статье проанализированы двенадцать слияний, инициированных этой вертикально-интегрированной нефтяной компанией (ВИНК). Девять сделок были осуществлены компаниями с участием иностранного капитала. И наконец, одна транзакция была инициирована «НК «Башнефть»» [Разманова, 2010; Разманова, Черноусов, 2016].

В ходе анализа 22 интеграционных транзакций нефтяных компаний в Тимано-Печорской нефтегазоносной провинции в период с 1999 по 2015 г. были собраны: данные о датах совершения интеграционных сделок, их субъектах, сумме заключенных контрактов; значения курсов акций компаний-покупателей, ценные бумаги которых котируются на фондовых биржах, в определенном окне событий

и соответствующие им значения фондового индекса. Полученная информация в рамках каждой сделки обрабатывалась с применением метода событийного анализа в краткосрочном периоде и расчета кумулятивной аномальной доходности. Для того чтобы преодолеть критические замечания относительно длительности событийного окна, изучение накопленной аномальной доходности осуществлялось с использованием нескольких, различных по длительности, окон событий.

Источником информации о количестве патентов и изобретений послужила база данных Федерального института промышленной собственности (ФИПС). В поиск по патентной базе были включены все целевые компании, приобретенные в процессе трансакций в период с 1999 по 2015 г., а также отечественные приобретающие компании.

### 3. Полученные результаты

Адаптация зарубежного опыта исследования эффективности интеграционных процессов для российских нефтегазовых компаний показала, что оценка эффективности сделок M&A рыночным методом в краткосрочном периоде является приемлемой для анализа эффективности слияний и поглощений на развивающемся отечественном рынке.

Проведенное в настоящей статье исследование позволило получить следующие результаты.

1. Изучение cumulative abnormal return осуществлялось с использованием нескольких, различных по длительности, окон событий. Наличие отрицательной cumulative abnormal return в выборке из 22 сделок (табл. 1) свидетельствует о том, что рынок негативно воспринял некоторые сделки как в минимальном временном диапазоне ( $\pm 1$  день), так по прошествии нескольких недель ( $\pm 40$  дней). При этом с увеличением временного диапазона количество сделок, которые были отрицательно восприняты рынком, возрастало. Для временного окна  $\pm 1$  день отрицательная CAR была отмечена для 6 сделок, тогда как во временных диапазонах  $\pm 3$  дня,  $\pm 7$  дней,  $\pm 14$  дней,  $\pm 21$  день,  $\pm 30$  дней и  $\pm 40$  дней отрицательная CAR наблюдалась 7, 8, 10, 10, 12 и 12 раз соответственно.

Данные, представленные в табл. 1, были сформированы в три группы, характеризующие национальную или транснациональную принадлежность целевых и приобретающих компаний в сделках. Для каждой из групп было рассчитано среднее значение CAR (или average CAR) (табл. 2).

Исследование выявило, что объявление о сделках слияний и поглощений в среднем приводит к положительной CAR на краткосрочном временном интервале для компании-покупателя (как отечественной, так и иностранной), приобретающей нефтегазовые активы на отечественном рынке. Вместе с тем в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале, в случае если отечественные активы, ранее принадлежавшие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий.

2. Информация, полученная при анализе базы данных ФИПС, состоит в следующем. За исключением компании ОАО «Коминнефть», в процессе приобретения которой ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» (ныне ПАО «НК «ЛУКОЙЛ»») перешли права на три объекта интеллектуальной собственности (ОИС) (ИЗ-способ комплексной пе-

Таблица 1. Измерение результативности сделок слияний и поглощений в разных временных окнах

Поглощаемая компания	Дата объявления сделки	Значение SAR в исследуемом диапазоне, %						
		±1 день	±3 дня	±7 дней	±14 дней	±21 день	±30 дней	±40 дней
НК «Коми ТЭК»	09.09.1999	1,64	1,10	9,79	7,90	2,72	18,73	18,57
ЗАО «Нобель Ойл»	02.11.1999	1,30	2,35	-1,10	2,16	-0,34	-2,02	2,77
ЗАО «Коми Арктик Ойл»	10.03.2000	-1,45	1,77	1,72	3,68	7,70	5,75	-4,87
ООО «СП Парманефть»	27.04.2000	2,85	2,46	-0,64	0,74	8,86	13,65	18,86
Vitech Petroleum Corporation	17.07.2001	-1,64	-0,02	-0,50	-5,00	-6,87	-17,81	-10,43
ООО СП «АмКоми»	08.08.2001	1,55	2,45	2,66	-1,82	-2,39	-7,35	-12,39
ОАО «Ухтанефть», ОАО «Тэбукнефть» и ЗАО «РКМ-Ойл».	27.03.2003	0,11	0,95	0,80	-1,22	-1,98	-2,13	-13,28
ОАО «ЯНТК»	02.04.2003	0,62	1,61	1,07	1,36	2,01	-5,29	-4,10
ЗАО «Печоранефтегаз»	12.07.2004	18,71	27,64	22,31	34,32	-	-	-
ОАО «Печоранефть»	14.07.2005	14,00	23,33	29,13	36,00	49,90	64,64	71,57
ЗАО «СеверТЭК»	22.11.2005	0,71	0,37	-3,58	-4,63	-2,78	-7,30	-1,18
ООО «Динью»	03.11.2005	3,38	-0,05	-4,75	-12,20	-11,80	-10,56	-4,30
ООО «Миляннефть»	01.12.2005	5,81	5,29	3,19	-1,79	0,26	-4,47	-6,59
Valkyries Petroleum Corporation	29.05.2006	6,12	12,21	3,42	-13,81	-1,98	8,50	11,06
ООО «Вой-Вожнефть», ООО «Нижнеомринская нефть» и ООО «Верхнеомринская нефть»	19.05.2006	-5,20	-11,72	-15,32	7,36	9,50	10,24	13,07
ООО «Евро Альянс», НК «Союз»	27.12.2010	-0,78	-1,28	-1,28	-0,38	-4,71	-10,63	-7,20
ООО «Башнефть-Полюс»	27.12.2011	1,33	2,85	2,46	5,12	1,76	0,66	0,19
ООО «Венлок-нефть»	11.09.2012	1,59	-1,00	0,78	-12,99	-19,42	-34,70	-38,34
ООО «Нарьянмарнефтегаз»	27.07.2012	-0,18	-1,09	-1,10	-0,89	-1,74	3,51	-0,60
ООО «ГеоИнвестСервис»	06.12.2013	-0,99	-1,22	2,05	-	-	-	-
ООО «Луидор»	23.09.2014	0,99	2,77	2,50	4,95	6,53	-9,61	-12,93
ОАО «Коминнефть»	18.06.2015	0,52	2,44	1,52	4,79	4,56	-0,26	5,89

Примечание: расчеты автора основаны на открытых данных фондовых бирж об изменении курсовой стоимости акций приобретающих компаний и биржевых индексов РТС, ММВБ, Лондонской, Стокгольмской и Канадской фондовых бирж. Для акций ПАО «НК «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НК «Башнефть» были использованы индексы РТС и ММВБ (МСХ); *Urals Energy*, *West Siberian Resources*, *Exillon Energy* и ПАО «ГЕОТЕК Сейсморазведка» — FTSE-100 Лондонской фондовой биржи, *Lundin Petroleum AB* — OMXS-30 Стокгольмской фондовой биржи, *Atrawak Energy Corporation* — TSX Канадской фондовой биржи, «Альянс Ойл Компани Ltd» — VATS-100 биржи VATS *Chi-X Europe*.

Таблица 2. Значение average CAR, %

Характеристика ситуации до сделки	Значение average CAR в исследуемом диапазоне, %						
	±1 день	±3 дня	±7 дней	±14 дней	±21 день	±30 дней	±40 дней
Активы принадлежали иностранной компании и были приобретены российскими компаниями	1,19	1,46	-0,20	-1,78	-0,82	-3,09	-3,28
Активы принадлежали российской компании и были приобретены российскими компаниями	0,68	1,28	3,12	4,36	1,08	2,13	4,36
Активы принадлежали российской компании и были приобретены зарубежными компаниями	5,03	7,43	6,41	7,98	6,36	5,58	6,35
В целом по выборке	2,32	3,33	2,51	2,55	1,89	0,65	1,23

переработки попутных вод нефтяных месторождений; ИЗ-способ разработки залежи высоковязкой нефти; ИЗ-бортовое сцепное устройство), ни одна целевая компания не числилась когда-либо ни заявителем, ни обладателем ОИС.

Такие предприятия, как ЗАО «Нобель Ойл», ЗАО «Коми Арктик Ойл», *BitechPetroleumCorporation*, ООО СП «АмКоми» и многие другие (количество таких компаний в выборке составляет 11 ед.), были дочерними компаниями различных зарубежных нефтегазовых компаний. Общепринятое мнение состоит в том, что одновременно с иностранными инвестициями компания начинает использовать современные технологии, новые подходы и методы управления, привлекаются высококвалифицированные менеджеры и совершенствуется квалификация рабочей силы. Это наводит на предположение о том, что в период, предшествующий сделкам M&A, никаких реальных инвестиций, как, впрочем, и внедрения новых технологий со стороны иностранного капитала, не осуществлялось. Вместе с тем нельзя исключать и тот факт, что применяемая в регионе Тимано-Печорской провинции отечественная технология могла быть запатентована иностранной компанией за рубежом. При этом в международных базах, как правило, используются данные по так называемым триадическим патентам, т.е. патент на одно и то же изобретение одного и того же изобретателя зарегистрирован одновременно в Европейском патентном бюро (ЕРО), Американском бюро по патентам и торговым маркам (USPTO) и Японском патентном бюро (JPO). В любом случае после продажи активов российским ВИНК доступ к технологиям был утрачен.

Консолидацией зарубежных активов в регионе занималась именно ОАО «НК «ЛУКОЙЛ», которая по динамике изобретательской деятельности в анализируемом периоде является наиболее активной ВИНК в регионе (табл. 3). Также необходимо отметить, что в целом по РФ ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» занимает третье место в отрасли после ОАО «Татнефть»<sup>5</sup> и ОАО «Газпром» в сфере объектов промышленной собственности.

<sup>5</sup> ОАО «Татнефть», согласно отчету *ThomsonReuters* «Состояние инноваций в 2015 г.», является инновационным лидером среди компаний в сфере добычи нефти и газа в 2010–2014 гг.

Таблица 3. Динамика изобретательской деятельности поглощаемых отечественных компаний в Северо-Западном регионе РФ (в ед.)

Год	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ОАО «НК «ЛУКОЙЛ»»																	
Изобретение	12	14	9	16	31	16	21	24	13	17	18	11	12	20	7	20	26
Полезная модель	12	6	7	3	9	4	10	4	8	4	5	6	2	7	-	10	2
ОАО «НК «Роснефть»»																	
Изобретение	2	-	3	-	3	7	7	5	4	3	-	-	-	1	10	30	26
Полезная модель	3	-	-	2	2	3	1	1	-	2	-	-	-	2	1	3	1
ОАО «НК «Руснефть»»																	
Изобретение	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Полезная модель	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ОАО «НК «Зарубежнефть»»																	
Изобретение	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	-
Полезная модель	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-
ОАО «АНК «Башнефть»»																	
Изобретение	44	32	48	32	24	23	13	17	24	2	8	12	-	7	1	1	-
Полезная модель	-	-	4	5	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ЗАО «Радиян»																	
Изобретение	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Полезная модель	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-
ООО «Газпромбанк»																	
Изобретение	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-
Полезная модель	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Примечание: при расчетах автора использовалась база данных Федерального института промышленной собственности.

3. В качестве наиболее важных трансформаций, создающих синергетический эффект в интеграционных процессах нефтегазовых компаний, необходимо уделять внимание организационной и отношенческой составляющим интеллектуального капитала. Интервьюирование сотрудников совместных предприятий ООО СП «АмКоми», ЗАО «КомиАрктикОйл» и АОЗТ СП «Компания “Байтек-Силур”» выявило, что в период их работы под руководством канадских, британских и прочих компаний в деятельность недропользователя так или иначе привносились элементы организационной и корпоративной культуры. В данных компаниях состоялся определенный организационно-культурный механизм передачи знаний между местными (дочерними российскими нефтегазовыми компаниями) и международными (держателями основных пакетов акций нефтегазовых СП региона) компаниями. С большинством составляющих ее элементов (ERP-системой, корпоративной структурой) пришлось распрощаться и заменить их на технологии, существующие в ОАО «НК “ЛУКОЙЛ”». Другие виды организационного капитала потребовали дополнительных затрат для налаживания технологического процесса и обучения персонала объединенной компании. Потребительский капитал также подвергнулся риску обесценения, поскольку налаженные клиентские связи были разорваны в связи со сменой владельцев нефтегазовых активов.

4. Поскольку человеческий капитал является более мобильным в сравнении с другими активами, большинство ключевых сотрудников поглощаемых компаний были вынуждены покинуть объединившиеся фирмы. Однако в конкретных случаях, наблюдаемых в процессе поглощения компаний Тимано-Печорской провинции, со стороны поглощающих компаний это обстоятельство не расценивалось как утрата главного конкурентного преимущества, поскольку целью интеграции изначально ставился доступ к лицензиям и последовавшее за ним приращение запасов и ресурсов углеводородов.

### Заключение

Опыт работы ведущих отечественных нефтегазовых компаний свидетельствует о целесообразности развития системы корпоративного управления в соответствии с международно-признанными принципами. Вместе с тем методы управления, общепринятые в странах с развитой рыночной экономикой, требуют адаптации применительно к российским предприятиям, поскольку не все инструменты оценки, перенесенные на российскую почву, позволяют получить адекватное представление о действительной стоимости предприятия. Трансграничные сделки в нефтегазовой отрасли создают дополнительные риски, связанные главным образом с географической отдаленностью или разным уровнем экономического развития. В то же время исследователи отмечают действительное наличие эффективности рынков (хотя и в слабой форме) даже для развивающихся стран BRICS.

На основании проведенного исследования можно сделать следующие выводы:

1. Объявление о сделках слияний и поглощений в среднем приводит к положительной CAR на краткосрочном временном интервале для приобретающих нефтегазовые активы на отечественном рынке отечественных и иностранных компаний, что в целом коррелируется с выводами для развитых рынков, которые свидетель-

ствуют об отсутствии существенных различий в результатах при изменении окна событий.

2. Применительно к условиям развивающегося отечественного рынка устойчивые отрицательные значения CAR наблюдались в тех случаях, когда в результате совершенных сделок контроль над нефтегазовыми активами отечественных компаний, образованных в форме совместных предприятий, переходил от зарубежных компаний к российским ВИНК. В первую очередь в данный перечень необходимо включить приобретение ОАО «НК «ЛУКОЙЛ»» активов ЗАО «Коми-АрктикОйл» (*British Gas* — Великобритания), АОЗТ СП «Компания «Байтек-Силур»» (*Bitech Petroleum Corporation* — Канада), ООО СП «АмКоми» (*Amine Public Limited* — Ирландия). Таким образом, в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале, в случае если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий. Следствием подобных сделок может стать разрушение стоимости целевой компании в результате снижения ее интеллектуального капитала.

3. Поскольку большинство сделок с выявленным отрицательным значением CAR были сделками с российскими активами, принадлежащими зарубежным компаниям, использование показателей патентной активности по данным ФИПС может быть непрезентативным. Зарубежные компании могли изначально располагать необходимыми технологиями и, являясь их собственником, осуществлять внедрение инноваций в процессе добычи углеводородов. Нельзя исключать и тот факт, что применяемая в регионе Тимано-Печорской провинции отечественная технология могла быть запатентована иностранной компанией за рубежом.

4. Статистика об изменении инновационной активности, данные о текучести кадров, смене менеджмента, культурной конвергенции могут нести в себе, помимо возможной информации об эффективности сделки, информацию о многих других характеристиках компании, в том числе об общей эффективности ее деятельности.

По мнению экспертов *Boston Consulting Group*, Россия значительно хуже других стран способна удерживать и привлекать человеческий капитал [Бутенко, Полуниин, 2016]. «Россия обладает высоким уровнем человеческого капитала, особенно в науке и инженерном деле, а также огромными запасами природных ресурсов... однако имеющиеся благоприятные возможности не привели к созданию стоимости — напротив, происходило ее уничтожение» [Боер, 2007].

Подход к осуществлению интеграционных сделок, используемый российскими нефтегазовыми компаниями на протяжении последних пятнадцати лет, ставит под сомнение их целесообразность, особенно в условиях экономического кризиса. Использование сделок слияний и поглощений в спекулятивных целях не позволяет извлекать из интеграционных процессов максимально возможный экономический эффект от объединения материально-ресурсной базы покупателя и интеллектуального потенциала целевой компании, а также способно нанести ощутимый вред инновационной активности малых и средних нефтегазовых компаний.

## Литература

Боер Ф. Питер. Практические примеры оценки стоимости технологий. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007. 256 с.

- Бутенко В., Полунин К. Национальный доклад об инновациях в России: краткий обзор. М.: Boston Consulting Group (BCG), 2016. С. 1–5.
- Ивашковская И. В., Вологовская О. А. Устойчивость роста компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ // Корпоративные Финансы. 2012. № 4 (24). С. 5–31.
- Катъкало В. С., Медведев А. Г. Интернационализация российских компаний и конфигурация их деловых операций // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Серия 8. Менеджмент. 2011. № 2. С. 7–38.
- Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний / Ивашковская И. В. и др. М.: ИНФРА-М, 2011. 281 с.
- Лебедев О. В. Концепция рыночной эффективности: теоретическое и эмпирическое обоснование и роль в создании стоимости // Корпоративные Финансы. 2011. № 2 (18). С. 82–91.
- Нестеренко Н. Ю., Ветютнева К. И. Инновационный потенциал посткризисного рынка слияний и поглощений в России // Проблемы современной экономики. 2012. № 2. С. 131–136.
- Разманова С. В. Исследование эффективности интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли // Финансы и кредит. 2010. № 23 (407). С. 46–59.
- Разманова С. В., Черноусов Г. Г. Сделки M&A нефтегазовых компаний Северо-Западного региона: привлечение запасов или интеллектуального капитала? // Тезисы междунар. науч. конф. «Экономические проблемы и механизмы развития минерально-сырьевого комплекса (российский и мировой опыт)» (2–3 декабря 2015 г.). СПб.: Национальный минерально-сырьевой университет «Горный», 2016. С. 194–197.
- Родионов И. И. Анализ совета директоров как драйвера повышения стоимости компании // Корпоративные финансы. 2013. № 1 (25). С. 71–85.
- Руус Й., Пайк С., Фернстрём Л. Интеллектуальный капитал: практика управления. СПб.: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2010. 436 с.
- Стеланова А. Н., Кузьмин С. А. Корпоративное управление и операционная эффективность российских компаний // Корпоративные Финансы. 2011. № 4 (20). С. 24–39.
- Российский рынок слияний и поглощений: направления и перспективы развития / под ред. Е. Г. Черновой, Н. В. Пахомовой. СПб.: Издательский дом СПбГУ, 2011. 256 с.
- Чернова Е. Г. Современные формы и методы интеграции хозяйственных образований в условиях глобализации. СПб.: Издательский дом СПбГУ, 2010. 280 с.
- Шпатарь А. Материальные и нематериальные активы компании: их анализ, учет и оценка в условиях кризиса. URL: <http://srgroup.ru/about/experts-say-srg/> (дата обращения 2.02.2016).
- Bertrand O., Betschinger M. A. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers // Journal of Comparative Economics. 2012. Vol. 40, N 3. P. 413–437.
- Cai Y., Sevilir M. Board connections and M&A transactions // Journal of Financial Economics. 2012. Vol. 103, N 2. P. 327–349.
- Campbell R., Ghosh C., Petrova M., Sirmans C. Corporate Governance and Performance in the Market for Corporate Control: The Case of REITs // The Journal of Real Estate Finance and Economics. 2011. Vol. 42, N 4. P. 451–480.
- Chan W., Emanuel D. Board governance and acquirers' returns: A study of Australian acquisitions // Australian Journal of Management. 2011. Vol. 36, N 2. P. 174–199.
- Christopher D., Arishma M. Pharmaceutical Mergers and Acquisitions // International Journal of Advanced Research. 2013. Vol. 1, N 5. P. 119–130.
- Desyllas P., Hughes A. Do high technology acquirers become more innovative? // Research Policy. 2010. Vol. 39, N 8. P. 1105–1121.
- Dixon S. E. A., Day M., Brewster C. Changing HRM systems in two Russian oil companies: Western hegemony or Russian spetsifika? // The International Journal of Human Resource Management. 2014. Vol. 25, N 22. P. 3134–3156.
- El-Chaarani H. The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs // The Journal of Portfolio Management. 2014. Vol. 8. P. 175–191.
- Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S. Determinants of cross-border mergers and acquisitions // The Journal of Finance. 2012. Vol. 67. P. 1045–1082.
- Global Intangible Financial Tracker 2015. An annual review of the world's intangible value. April 2015 3. Foreword. David Haigh, CEO. Brand Finance GIFT 2015 with CIMA. 2015. 28 p.
- Humphery-Jenner M., Powell R. Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect // Journal of Corporate Finance. 2014. Vol. 26. P. 57–77.
- Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms // Journal of Management & Governance. 2011. Vol. 15, N 4. P. 603–616.

- Milliou C., Pavlou A. Upstream mergers, downstream competition, and R&D investments // *Journal of Economics & Management Strategy*. 2013. Vol. 22, N 4. P.787–809.
- Seru A. Firm boundaries matter: Evidence from conglomerates and R&D activity // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 111, N 2. P.381–405.
- Stiebale J. The impact of cross-border mergers and acquisitions on the acquirers' R&D — Firm-level evidence // *International Journal of Industrial Organization*. 2013. Vol. 31, N 4. P.307–321.
- Papadakis V.M., Thanos I.C. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria V.M.Papadakis and I.C.Thanos Measuring the Performance of Acquisitions // *British Journal of Management*. 2010. Vol. 21, N 4. P.859–873.
- Phillips G.M., Zhdanov A. R&D and the incentives from merger and acquisition activity // *Review of Financial Studies*. 2013. Vol. 26, N 1. P.34–78.
- Rasiah R., Gammeltoft P., Jiang Y. Home government policies for outward FDI from emerging economies: lessons from Asia // *International Journal of emerging markets*. 2010. Vol. 5. P.333–357.

**Для цитирования:** Разманова С.В. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // *Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 5. Экономика*. 2016. Вып. 3. С. 20–37. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2016.302.

## References

- Boer F. Piter. *Prakticheskie primery otsenki stoimosti tekhnologii [The practical examples of valuation techniques]*. Moscow, ZAO “Olimp-Biznes”, 2007. 256 p. (In Russian)
- Butenko V., Polunin K. *Natsional'nyi doklad ob innovatsiakh v Rossii: kratkii obzor [The national report on innovation in Russia: a brief overview]*. Moscow, Boston Consulting Group (BCG), 2016, pp. 1–5. (In Russian)
- Ivashkovskaia I. V., Volotovskaia O. A. Ustoichivost' rosta kompanii s razvivaiushchikhsia rynkov kapitala: empiricheskii analiz [Sustainable Growth of Companies from Emerging Capital Markets: Empirical Analysis]. *Korporativnye Finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2012, no. 4 (24), pp. 5–31. (In Russian)
- Kat'kalo V.S., Medvedev A. G. Internatsionalizatsiia rossiiskikh kompanii i konfiguratsiia ikh delovykh operatsii [Internationalisation of Russian Firms and Configuration of Their Value Chain]. *Vestnik of Saint Petersburg University. Series 8. Management*, 2011, issue 2, pp. 7–38. (In Russian)
- Ivashkovskaia I. V. et al. *Korporativnye finansovye resheniia. Empiricheskii analiz rossiiskikh kompanii [The corporate financial decisions. Empirical analysis of Russian companies]*. Moscow, INFRA-M Publ., 2011. 281 p. (In Russian)
- Lebedev O.V. Kontseptsiiia rynochnoi effektivnosti: teoreticheskoe i empiricheskoe obosnovanie i rol' v sozdanii stoimosti [Efficient Market Hypothesis: Theoretical and Empirical Foundation and Role in Value Creation]. *Korporativnye Finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2011, no. 2 (18), pp.82–91. (In Russian)
- Nesterenko N.Iu., Vetiutneva K.I. Innovatsionnyi potentsial postkrisisnogo rynka sliianii i pogloshchenii v Rossii [Participants of post-crisis merges and acquisitions in Russia: innovation potential]. *Problemy sovremennoi ekonomiki [Problems of modern economics]*, 2012, no.2, pp.131–136. (In Russian)
- Razmanova S. V. Issledovanie effektivnosti integratsionnykh protsessov v neftegazovoi otrasli [Study of efficiency of integration processes in oil and gas branch]. *Finansy i kredit [Finance and credit]*, 2010, no. 23 (407), pp.46–59. (In Russian)
- Razmanova S. V., Chernousov G. G. [M&A deals oil and gas companies in the North-West region: an increase of stocks or an intellectual capital?]. *Tezisy mezhdunar. nauch. konf. “Ekonomicheskie problemy i mekhanizmy razvitiia mineral'no-syr'evogo kompleksa (rossiiskii i mirovoi opyt)”, 2–3 dekabria 2015 g. [Abstracts of the Intern. scientific. Conf. “Economic problems and mechanisms of development of the mineral complex (Russian and international experience)”, December 2–3, 2015]*. St. Petersburg, Natsional'nyi mineral'no-syr'evoi universitet “Gornyi” Publ., 2016, pp.194–197. (In Russian)
- Rodionov I.I. Analiz soвета direktorov kak draivera povysheniia stoimosti kompanii [Board of directors as a key value driver]. *Korporativnye finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2013, no.1 (25), pp.71–85. (In Russian)
- Ruus I., Paik S., Fernstrem L. *Intellektual'nyi kapital: praktika upravleniia [Managing Intellectual Capital in Practice]*. St. Petersburg, Vysshiaia shkola menedzhmenta SPbGU, 2010. 436 p. (In Russian)
- Stepanova A.N., Kuz'min S.A. Korporativnoe upravlenie i operatsionnaia effektivnost' rossiiskikh kompanii [Corporate Governance and Operational Efficiency: Evidence from Russia]. *Korporativnye Finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2011, no.4 (20), pp.24–39. (In Russian)

- Rossiiskii rynek sliianii i pogloshchenii: napravleniia i perspektivy razvitiia [Russian Merger and Acquisition Market: Development Areas and Prospects]. Eds. E. G. Chernova, N. V. Pakhomova. St. Petersburg, St. Petersburg University Press, 2011, 256 p. (In Russian)
- Chernova E. G. *Sovremennye formy i metody integratsii khoziaistvennykh obrazovani v usloviakh globalizatsii* [The modern forms and the methods of integration of economic entities in the conditions of globalization]. St. Petersburg, St. Petersburg University Press, 2010, 280 p. (In Russian)
- Shpatar' A. *Material'nye i nematerial'nye aktivy kompanii: ikh analiz, uchet i otsenka v usloviakh krizisa* [The tangible and intangible assets of the company: their analysis and evaluation in crisis]. Available at: <http://srgroup.ru/about/experts-say-srg/> (accessed: 2.02.2016). (In Russian)
- Bertrand O., Betschinger M. A. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 2012, vol. 40, no. 3, pp. 413–437.
- Cai Y., Sevilir M. Board connections and M&A transactions. *Journal of Financial Economics*, 2012, vol. 103, no. 2, pp. 327–349.
- Campbell R., Ghosh C., Petrova M., Sirmans C. Corporate Governance and Performance in the Market for Corporate Control: The Case of REITs. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2011, vol. 42, no. 4, pp. 451–480.
- Chan W., Emanuel D. Board governance and acquirers' returns: A study of Australian acquisitions. *Australian Journal of Management*, 2011, vol. 36, no. 2, pp. 174–199.
- Christopher D., Arishma M. Pharmaceutical Mergers and Acquisitions. *International Journal of Advanced Research*, 2013, vol. 1, no. 5, pp. 119–130.
- Desyllas P., Hughes A. Do high technology acquirers become more innovative? *Research Policy*, 2010, vol. 39, no. 8, pp. 1105–1121.
- Dixon S. E. A., Day M., Brewster C. Changing HRM systems in two Russian oil companies: Western hegemony or Russian spetsifika? *The International Journal of Human Resource Management*, 2014, vol. 25, no. 22, pp. 3134–3156.
- El-Chaarani H. The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs. *The Journal of Portfolio Management*, 2014, vol. 8, pp. 175–191.
- Erel I., Liao R. C., Weisbach M. S. Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 2012, vol. 67, pp. 1045–1082.
- Global Intangible Financial Tracker 2015. An annual review of the world's intangible value. April 2015 3. Foreword. David Haigh, CEO. *Brand Finance GIFT 2015 with CIMA*, 2015. 28 p.
- Humphrey-Jenner M., Powell R. Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance*, 2014, vol. 26, pp. 57–77.
- Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. *Journal of Management & Governance*, 2011, vol. 15, no. 4, pp. 603–616.
- Milliou C., Pavlou A. Upstream mergers, downstream competition, and R&D investments. *Journal of Economics & Management Strategy*, 2013, vol. 22, no. 4, pp. 787–809.
- Seru A. Firm boundaries matter: Evidence from conglomerates and R&D activity. *Journal of Financial Economics*, 2014, vol. 111, no. 2, pp. 381–405.
- Stiebale J. The impact of cross-border mergers and acquisitions on the acquirers' R&D — Firm-level evidence. *International Journal of Industrial Organization*, 2013, vol. 31, no. 4, pp. 307–321.
- Papadakis V. M., Thanos I. C. Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria V. M. Papadakis and I. C. Thanos Measuring the Performance of Acquisitions. *British Journal of Management*, 2010, vol. 21, no. 4, pp. 859–873.
- Phillips G. M., Zhdanov A. R&D and the incentives from merger and acquisition activity. *Review of Financial Studies*, 2013, vol. 26, no. 1, pp. 34–78.
- Rasiah R., Gammeltoft P., Jiang Y. Home government policies for outward FDI from emerging economies: lessons from Asia. *International Journal of emerging markets*, 2010, vol. 5, pp. 333–357.

**For citation:** Razmanova S. V. Analysis of the Effectiveness of Transnational Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets. *Vestnik of Saint Petersburg University. Series 5. Economics*, 2016, issue 3, pp. 20–37. DOI: 10.21638/11701/spbu05.2016.302.

Статья поступила в редакцию 6 июня 2016 г.  
Статья рекомендована в печать 7 сентября 2016 г.