Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение

 высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет Институт

«Высшая школа менеджмента»

**Анализ изменения фундаментальной ценности компаний-покупателей в сделках по слияниям и поглощениям**

Выпускная квалификационная работа

студента 4 курса бакалаврской программы,

профиль – Финансовый менеджмент

**НАРУТТО Александра Александровича**

 **\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_***(подпись)*

Научный руководитель:

Доцент кафедры финансов и учета

**НИКУЛИН Егор Дмитриевич**

**\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_***(подпись)*

Санкт-Петербург

2018

 ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Нарутто Александр Александрович, студент 4 курса направления 080200 – Менеджмент (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Анализ изменения фундаментальной ценности компаний-покупателей в сделках по слияниям и поглощениям», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 6.3 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «Требования к выполнению курсовой работы устанавливаются рабочей программой учебных занятий», п. 3.1.4 Рабочей программы учебной дисциплины «Курсовая работа по менеджменту» о том, что «Обнаружение в КР студента плагиата (прямое или контекстуальное заимствование текста из печатных и электронных источников, а также и защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления комиссией по защите курсовых работ оценки «не зачтено (F)», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись студента) \_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

**Оглавление**

[Введение 4](#_Toc514611294)

[Глава 1. Сделки по слияниям и поглощениям 8](#_Toc514611295)

[1.1. Основные понятия и классификация сделок по слияниям и поглощениям 8](#_Toc514611296)

[1.2. Мотивы компании при совершении сделок M&A 10](#_Toc514611297)

[1.3. Участники сделок слияний и поглощений 21](#_Toc514611298)

[1.4. Описание процесса M&A 23](#_Toc514611299)

[Выводы по первой главе 26](#_Toc514611300)

[Глава 2. Фундаментальная ценность компании и методы её оценивания 27](#_Toc514611301)

[2.1. Методы оценивания ценности компании 27](#_Toc514611302)

[2.2. Сравнение подходов к нахождению фундаментальной ценности собственного капитала компании 32](#_Toc514611303)

[2.3. Взаимосвязь фундаментальной ценности и характеристик сделок по слияниям и поглощениям 38](#_Toc514611304)

[Выводы по второй главе 45](#_Toc514611305)

[Глава 3. Эмпирическое исследование взаимосвязи изменения фундаментальной ценности компаний и характеристик сделок по слияниям и поглощениям 46](#_Toc514611306)

[3.1. Методология исследования и формирование выборки 46](#_Toc514611307)

[3.2. Эконометрический анализ 54](#_Toc514611308)

[3.3. Анализ результатов и выводы по работе 58](#_Toc514611309)

[Заключение 64](#_Toc514611310)

[Список Литературы 66](#_Toc514611311)

[Приложения 71](#_Toc514611312)

# Введение

Настоящая работа посвящена исследованию изменения фундаментальной ценности российских компаний-поглотителей при совершении сделки по слияниям и поглощениям, а также нахождению взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности компании и характеристиками совершаемой сделки. В долгосрочной перспективе увеличение интеграционных сделок способствует увеличению интереса исследователей к обозначенной теме.

После предкризисного периода 2007 года на мировом рынке слияний и поглощений наблюдался значительный спад, который знаменовал собой достижение пика шестой исторической волны сделок [Cretin et al., 2015]. Впоследствии наблюдалась малая волатильность как количества сделок, так и их суммарной ценности. Но, начиная с 2014 года, активность на рынке увеличилась, что привело к резкому увеличению общей ценности совершенных сделок. В 2016 году не произошло продолжения тенденции [KPMG, 2018]. С другой стороны, с 2014 по 2017 год происходит планомерное увеличение количества сделок с среднегодовым геометрическим темпом роста в 10%.

Рисунок 1.1 Динамика количества сделок M&A в мире и их ценности [Thomson Financial, 2018]

В то время как мировой объем сделок в количественном выражении сократился на 21% в 2016 году, на российском рынке обозначилось резкое оживление с 46% приростом количества сделок. Несмотря на дальнейший рост активности на рынке M&A на 13% в 2017 году, сумма сделок на российском рынке снизилась на 12% по сравнению с предыдущим годом, составив 66,9 млрд. долларов США. Причиной такого изменения в первую очередь являлось отсутствие крупных мегасделок, которые обычно происходят в нефтегазовом секторе экономики. К примеру, в 2016 году были совершены сразу три крупные сделки, общая сумма которых составила 40% от объема всего рынка M&A. В 2017 г. наблюдался существенный рост числа и суммы сделок в отраслях, которые не относятся к добывающему и энергетическому секторам экономики. Исторически именно эти 2 сектора определяли ситуацию на российском рынке M&A. Если не принимать во внимание нефтегазовый сектор, то сумма сделок в 2017 г. выросла на 37% до 48,5 млрд долл. США по сравнению с 35,5 млрд долл. США в 2016 г. [KPMG, 2018].

Несмотря на наличие большого числа исследований по теме слияний и поглощений, большинство исследователей концентрирует свой круг внимания вокруг рынков развитых стран, что обозначено в опросах [Martynova and Renneboog, 2008] и [Haleblian et al., 2009]. Во времена шестой исторической волны активности рынка M&A компании из России так или иначе были участниками процесса в 14% сделок на развивающихся рынках по количеству, а также в сделках, чьё общее стоимостное выражение составляло 9% от всего развивающегося рынка [Harrison, 2011]. Для стран с развивающейся экономикой совершаемые сделки M&A несут собой большую роль в измерительных показателях развития экономики. К примеру, в 2007 году, который являлся пиковым для шестой волны M&A, стоимость сделок интеграционного типа в России составила 10% от величины ВВП [Радыгин, 2010].

С течением времени возрастает исследовательский интерес к аспектам, которые сопровождают процесс интеграционных сделок между компаниями. Большой интерес вызывают процессы, происходящие в компании до и после заключения сделки, а также различные характеристики совершаемых сделок. Подобные характеристики могут отразиться на фундаментальной ценности компании-поглотителя после сделки. К настоящему моменту уже существует ряд исследований, которые направлены на изучение создания ценности сделками M&A [Guest et al. 2010; Lee, Lim, 2006; Cho, Ahn, 2016], а ряд исследований осуществляет попытку определения ведущих характеристик, связанных с успешностью создания ценности путем проведения сделки [Ahern, 2011; Altunas et al., 2016]. Однако, стоит отметить, что работы, направленные на изучение такой тематики в России, практически отсутствуют. Все вышеизложенное обуславливает актуальность данного исследования. И, исходя из ведущейся работы в рассматриваемой сфере, будет разумно рассмотреть изменение фундаментальной ценности российских компаний при проведении M&A, а также предпринять попытку к определению характеристик, которые бы были связаны с созданием ценности. В данной работе будут рассмотрены характеристики, относящиеся к компании-поглотителю, а также и к самой сделке.

*Целью*данной выпускной квалификационнойработы является определение взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности компании при совершении сделки по слияниям и поглощениям и различными характеристиками сделки. В результате, для достижения поставленной цели в текущем исследовании решаются следующие *задачи*:

1. Определить основные характеристики сделок по слияниям и поглощениям;
2. Выделить основные подходы к расчету фундаментальной стоимости компаний;
3. Представить теоретическое обоснование модели для исследования взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности и выбранными характеристиками;
4. Собрать данные для выбранной модели оценивания фундаментальной ценности компании и эконометрической модели, провести эмпирическое исследование;
5. Cделать практические выводы по проведенной работе.

Структура работы повторяет идеи, которые были сформулированы при постановке задач исследования. Работа представляет собой введение, три основные главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

В первой главе содержатся основные определения сделок по слияниям и поглощениям, а также разбор мотивов, которые преследует компания при совершении сделок такого типа. Далее подробно разобраны участники процесса, а также этапы совершения сделки M&A.

В первом разделе второй главы производится описание основных подходов к оценке компании. Далее, во втором разделе главы, производится сравнение подходов к нахождению фундаментальной ценности компании и обосновывается выбор модели оценивания для дальнейшего использования в работе. В третьем разделе главы представлен анализ современных работ по тематике взаимосвязи фундаментальной ценности компании и характеристик сделок по слияниям и поглощениям, а также выдвинуты гипотезы последующего эмпирического исследования.

Во третьей главе произведено эмпирическое исследование. В указанную часть работы включено описание методологии, а также описан процесс формирования выборки для проведения оценки изменения фундаментальной ценности приобретающей компании при совершении сделки слияния и поглощения, а также процесс формирования выборки для изучения взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности компании и характеристиками совершаемой сделки. Кроме этого, в данной главе представлен анализ описательной статистики по выбранным сделкам, а затем по результатам проведенного регрессионного анализа принимаются решения по принятию/отклонению гипотез, которые были сформулированы в предыдущей главе. В последующих разделах описываются результаты исследования и в заключении формулируются общие практические выводы по проведенной работе.

Основным инструментарием реализации поставленных задач и целей был выбран эконометрический анализ с использованием статистического пакета Stata.

Теоретически работа основывается на ряде зарубежных монографий, статьях по освещаемой теме, а также исследованиях Guest P., Роговой Е., Лузиной Д., Frankel R., Lee C., Mantravadi D., Reddy A., Tsai K., Wang J., Faccio M., Masulis R., Bertrand O., Capron L. и других.

Для сбора информации при выполнении исследовательской работы были использованы базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk, СКРИН, СПАРК, Thomson Reuters Eikon, Thomson Reuters Datastream, а также официальные сайты некоторых компаний, которые присутствуют в выборке.

# Глава 1. Сделки по слияниям и поглощениям

##  Основные понятия и классификация сделок по слияниям и поглощениям

Для многих крупных компаний сделки M&A (пер. с англ. mergers and acquisitions – слияния и поглощения) являются подходящей альтернативой при реализации стратегии роста или же формирования конкурентных преимуществ. Во втором случае происходит приобретение этого конкурентного преимущества при покупке компании или её активов. Непонимание роли сделок M&A на текущем этапе развития экономики часто приводит к неудачам и неэффективному использованию интеграционных сделок при реализации стратегии компании. Слияния и поглощения определяются как «…транзакции, в которых происходит переход собственности компании или объединение права собственности» [Gaughan, 2015]. В качестве стратегических инициатив M&A позволяют организации расти в размерах, уменьшаться, а также изменять природу деятельности бизнеса при покупке активов, которые позволяют оперировать в новых секторах экономики.

Зарубежный подход к определениям разграничивает сделки интеграционного типа как слияние и консолидацию. Второе понятие несет собой ситуацию, которая может характеризоваться уравнением A + B = C, где под С подразумевается совершенно новая компания. В это же время при совершении сделки слияния итерация, описывающая проведение сделки, выглядела бы следующим образом: A + B = A. Таким образом, в первую очередь слияние несет в себе смысл, что в итоге сделки одна из компаний сохраняет свое наименование и суть. Однако, несмотря на видимые различия, термины часто используются как взаимозаменяемые [Bruner, 2004]. В свою очередь термин «поглощение» часто используется в качестве прообраза для всех типов сделок M&A. При рассмотрении российского законодательства можно заметить, что в термин «поглощение» вкладывается факт установления одной компанией контроля над другой компанией и управление последней с приобретением полного или частичного права собственности без образования единой компании. В качестве слияния рассматривается процесс объединения ряда компаний в одну. Несмотря на понятность сути процедуры слияния, стоит отразить, что в зарубежной практике к такому названию могут быть приобщены как простые случаи слияния, предусмотренные в ГК РФ в п.1 ст.57, так и «присоединения», отдельно рассмотренные в статье Гражданского кодекса РФ.

При более близком рассмотрении можно выделить следующие отличительные особенности интеграции компаний путем проведения сделок слияния и поглощения на основе работы [Санчес А, 2012]:

Таблица 1. Отличительные черты сделок типа M&A [Санчес А, 2012]

|  |  |
| --- | --- |
| Слияние | Поглощение |
| Устранение самостоятельности, но у менеджмента компании-цели остается доля прав в принятии решений | Полное устранение экономической самостоятельности со сменой управляющего звена |
| Договорная основа при принятии решений и взаимодействии компаний-участников не рассматривается | Возможны договорные отношения в некоторых аспектах взаимодействия компаний-участников сделок |
| Создание единой финансовой структуры | У компании-цели остается незначительная самостоятельность при принятии текущих краткосрочных финансовых решений |

К настоящему моменту сформированы различные классификации сделок слияния и поглощения на основе определенных признаков. На рис.1.1 представлена одна из интерпретаций классификаций при совершении интеграционных сделок между компаниями:



Рис. 1.1 Классификация сделок типа M&A [DePamphilis, 2015]

По своему характеру интеграции слияния делятся на три типа [Gaughan, 2015]:

* + 1. Горизонтальные слияния, которые объединяют двух или более соперников в одном секторе экономики. Чаще всего это соперники одного и того же рынка. Ярким примером интеграции такого типа является сделка, в которой Pfizer приобрел Wyeth за $68 млрд в 2009 году. Очень часто сделки, совершаемые в качестве попытки приобретения своего конкурента на рынке, приводят к повышению рыночной силы компании, что сигнализирует антимонопольной службе о возможной недобросовестности намерений покупателя, поскольку чрезмерная власть одного игрока над рынком дестабилизирует экономику и монополизация приводит к ухудшению функционирования сектора. В итоге сделка может быть запрещена на уровне ФАС по причине увеличения риска монополизации рынка.
		2. Вертикальные слияния характеризуются объединением сил компаний, которые находятся в отношениях продавец-покупатель друг к другу. Показательным примером такой транзакции является итальянский производитель Luxottica, который расширил свое присутствие на американском рынке за счет серии сделок. Компании удалось приобрести Lenscrafters, Sunglasses Hut и ряд по-настоящему крупных брендов, в том числе таких гигантов индустрии, как Ray-Ban и Oakley [Gaughan, 2015].
		3. Конгломератные слияния могут быть характеризованы ситуацией, когда две компании не имеют взаимодействия ни в роли конкурентов на одном рынке, ни в роли партнеров в цепочке создания ценности. Крупным примером компании, проводящей поступательную политику проведения сделок такого типа, является General Electric. Компании на протяжении многих лет удается управлять портфолио из разных отраслей бизнеса, при этом постоянно добиваться роста состояния акционеров. [DePamphilis, 2015].

## 1.2. Мотивы компании при совершении сделок M&A

Как практики, так и теоретики современного менеджмента пытаются выдвинуть свои гипотезы о том, в чем заключается причина совершаемых сделок слияния и поглощения. Чаще всего компании преследуют более одной цели при совершении сделки. И понимание всего спектра мотивов к совершению сделки будет способствовать более рациональному взгляду на полученный результат. К настоящему моменту ряд мотивов, которые компании берут в рассмотрение при принятии решения о совершении сделки, включает в себя следующие:

**Рост**

Рост является одним из фундаментальных мотивов при совершении M&A. Компании в процессе развития все время находятся в активном поиске источников роста. Традиционно компании оказываются перед двумя альтернативами: органический внутренний рост на основе имеющихся компетенций и ресурсов или же рост при помощи проведения сделок описываемого типа. Второй способ позволяет обеспечить ускоренное развитие и рост для компании, однако такое решение всегда вызывает определенные риски, связанные с наличием ошибок в оценках положительных и отрицательных эффектов от проведения сделки [DePamphilis, 2015].

Часто компания не может обеспечить достижение стратегических планов только за счет внутреннего роста. В таких случаях для ускорения развития рассматриваются альтернативы по покупке активов, либо компаний на рынке. Эти альтернативы важно принимать к тщательному рассмотрению, поскольку окно возможностей для достижения первенства на рынке может быть открыто лишь в краткосрочной перспективе. В такой ситуации компания не справится с реализацией всех желанных идей без резкого неорганического роста, в то время как конкуренты могут отреагировать на открывшуюся возможность с большим рвением, что позволит им преуспеть на рынке [Gaughan, 2015]. Примером увеличения рыночной доли за счет совершения поглощения может являться ситуация, рассмотренная [Capron, 1999]. В таком случае совместно используются каналы сбыта поглощенной компании, так как компания-цель к моменту ее приобретения добилась выработки конкурентных преимуществ в сбыте и привела процессы и менеджмент к необходимому состоянию.

Важность быстрого развития в определенных функциональных отраслях для бизнеса может быть важна по ряду причин. Примером такого случая является разработка уникального продукта или реализация построения уникальных бизнес-процессов, которые позволяют временно реализовать преимущество перед конкурентами. С одной стороны, возможно получить патент на инновацию или продукт, но такой шаг не может обеспечить бездействие конкурентов по разработке собственных подходов, которые никаким образом патентное право не нарушат. В работе [Teubal et al., 2005] при рассмотрении выборки израильских компаний отмечено, что быстрый рост за счет покупки активов с комплементарными способностями может явиться важным шагом к успеху. Иной причиной к совершению сделки рассматривается ситуация, в которой компания-цель является разработчиком инновационного подхода к продвижению товара. Если за короткий промежуток времени такой подход не реализуется в операциях масштабного игрока на рынке, то конкурентное преимущество будет потеряно по причине использования подходов всеми игроками и в масштабах всего рынка.

Другой из причин роста является желание развития на новых географических рынках, где у компании нет опыта в оперировании. Как менее масштабный вариант, но все же важный – компания не имеет стратегии по переносу операций в новый регион, а лишь находится в поиске нового рынка сбыта. В своем исследовании [Ficery et al.,2007] описали, что расширение сбытовых возможностей может быть достигнуто за счет совершения сделки поглощения на новых рынках. При совершении подобной интеграционной сделки наблюдается снижение риска неудачи, а также увеличивается скорость проникновения на новый рынок. Органический рост в таком положении связан с необходимостью рассмотрения нюансов, которые не являются профильными для компании. Каждый рынок имеет ряд особенностей и барьеров, препятствующих выходу на него. Помимо вышеотмеченного, некачественный состав специалистов компании, наличие культурных и языковых различий могут послужить факторами, снижающими вероятность успеха выхода на новый рынок. В сложившейся ситуации, при наличии большого количества барьеров, сделки M&A, совместные предприятия и альянсы – самая безопасная и быстрая альтернатива [Gaughan, 2015].

**Валютные эффекты**

При развитии интернационального бизнеса компания подвержена риску изменения валютных курсов. Когда валюта страны, в которой базируется поглотитель, в долгосрочной перспективе имеет тенденцию к удорожанию по отношению к валюте страны, в которой расположена компания-цель, покупатель имеет тенденцию к выплате более высокой премии сверх оценочной стоимости части приобретаемых активов. Проведенный анализ 56978 сделок M&A на временном промежутке 1990-2007 годов подтвердил мысль о том, что курсовые флуктуации имеют большое влияние на процесс проведения сделок M&A [Erel et al., 2012]. При исследовании другого набора из 12131 международных сделок за период 1996-2012 гг. [Lin&Shen, 2015] было отмечено, что компании, происходящие из стран, в которых имеется тенденция к укреплению валюты, отчитываются о более высоких прибылях в первой публикуемой после совершения сделки отчетности в отличие от компаний, валюта чьих стран не изменяется или обесценивается со временем. В то же время необходимым будет отметить, что главный вывод рассматриваемого исследования был сосредоточен на том, что корпоративное управление в компании-приобретателе после сделки улучшается.

**Синергия**

В сделках типа M&A термин «синергия» описывает положение, при котором финансовые результаты компании после проведения сделки по приобретению активов или компании выше, чем сумма результатов двух частей по отдельности. Проблема при попытках нахождения размера эффектов такой природы заключается в субъективности измерения некоторых показателей, которые бы характеризовали потенциал развития компании при совершении сделки. По этой причине реальная оценка, образующаяся за счет реакции рынков после проведения операции, довольно часто не совпадает с расчетами аналитиков и специалистов, сопровождающих сделку.

В обычной ситуации ожидаемое наличие синергетических эффектов позволяет при рассмотрении ценности компании не игнорировать себестоимость административных расходов в процессе расчета стоимости сделки. Несмотря на это наличие положительных ожиданий о перспективах сосуществования компаний приводит к возможности выплаты высоких премий акционерам компании-цели при покупке. Даже после этих действий прогнозируется чистая приведенная ценность от сделки. Это указывает на то, что положительный эффект после сделки выше, чем административные расходы и выплата премий.

Что же в свою очередь исследователи рассматривают под синергетическим эффектом? С одной стороны существует подход, когда синергия рассматривается как нечто достигаемое в процессе смены менеджмента компании на более эффективный со стороны компании-поглотителя [Asquith, 1983]. Однако существует и более широкая трактовка, которая выделяет выгоды от смены управления как лишь одну из положительных категорий. Такой подход считается более распространенным в трактовке синергии [Jensen, Ruback, 1983].

Синергия в свою очередь может быть разделена на две составляющие: финансовая и операционная. При рассмотрении операционной синергии принято выделять два направления действий компании: повышение прибыльности компании, либо же снижение затрат. Такие эффекты обычно являются результатом вертикальных, либо же горизонтальных сделок. В свою очередь финансовые эффекты несут за собой возможность к снижению средневзвешенной стоимости капитала компании при определенных комбинации активов.

**Синергия с акцентом на повышении прибыльности**

Ранее уже было отмечено, что крайне маловероятна ситуация точной оценки размера эффекта. Опрос, проведенный [Christofferson et al., 2004] указал на то, что до 70% сделок M&A, к сожалению, не успешны в достижении конечной цели по закреплению наличия значительного положительного эффекта при рассмотрении прибыльности как первоочередного фактора. Но все же это не повод к игнорированию наличия такого эффекта. При его дальнейшем подразделении чаще всего выделяют три возможных причины его возникновения:

* увеличение рыночной силы (закупок, продаж);
* совмещение внутренних функциональных сил;
* эксплуатация потенциала растущих рынков.

После завершения слияния компаний при их обоюдном крупном размере возникает увеличение ценовой силы компании ­­на рынке в качестве закупщика, и когда компания реализует товар. Такое происходит в случае, если компании функционируют в одной сфере и способны объединить заказы, тем самым увеличивая нагрузку на уже существующие и хорошо развитые каналы сбыта, что приводит к лучшим ценовым предложениям. Возможно ли извлечь из данного пункта выгоду компании в конечном итоге будет зависеть от уровня конкуренции на рынке, географической расположенности, а также размера сливающихся компаний. В то же время исследование, целью которого являлась оценка выгод от горизонтальных слияний имело своим выводом, что выгоды, получаемые в результате таких сделок, связаны с улучшением эффективности, но не увеличивающейся рыночной силы. В этом исследовании была изучена реакция рынка или же отсутствие его реакции, а также взаимоотношения с конкурентами, покупателями и поставщиками [Fee, Thomas, 2004], [Shahrur, 2005].

На развитых рынках капитала отмечаются снижающиеся темпы роста корпоративных доходов, что затрудняет для компании выполнимость задач по достижению требуемых показателей роста. Часто это приводит к изменению целевых показателей. Компании вливают значительные средства уже не в рост, а лишь в поддержание определенной доли на рынке, что может быть причиной ценовых войн на рынке. Альтернативным вариантом поддержания роста может быть выход на другой рынок, который находится на стадии активного развития. Примером подобного рынка в настоящее время могут являться рынки стран с развивающейся экономикой.

**Синергия со снижением затрат**

Для достижения операционных синергетических эффектов часто выбирается стратегия по снижению затрат. Причиной возможного снижения издержек может являться экономия от масштаба. В такой ситуации происходит сглаживание постоянных издержек и их перенесение на весь новый объем выпускаемой продукции.

Существует ряд эмпирических исследований, в которых происходило изучение операционных эффектов экономии. Например, в своей работе [Lichtenberg, Siegel,1987] обнаружили улучшение в эффективности функционирования производственных комплексов, которые прошли процедуру смены владельцев. Иным эффектом, который близок по своей логике функционирования, является экономия на разнообразии. Хорошим примером такого феномена является исследование, проведенное [Mester, 1987] на компаниях из банковской сферы, где экономия на разнообразии не менее важна чем экономия от масштаба при объяснении влияния M&A на успешность функционирования.

**Синергия финансовых эффектов**

Финансовые эффекты выражаются в снижении стоимости капитала компании-поглотителя и поглощаемой компании. Однако действительное наличие подобных эффектов является делом постоянных споров между специалистами и теоретиками корпоративного управления. При объединении активов двух фирм может произойти снижение общего риска конечной компании при условии отсутствия или наличии слабой корреляции между генерируемыми денежными потоками двух компаний. Ранее уже было отмечено, что компания может ощутить на себе эффект экономии от масштаба, который способен снизить издержки на производство продукции за счет полной загрузки мощностей. Кроме упомянутого, совместное использование систем распределения компаний также приведет к снижению издержек на транспортировку. В итоге оба фактора могут быть причиной возникновения финансовых экономий за счет снижения колебаний загрузочных мощностей и снижения транзакционных издержек [Levy, Sarnat, 1970], [Billet, Mauer, 2003] и [Campello, 2002].

Рассматривая финансовые рынки, стоит отметить: распространена ситуация, в которой большая компания обладает большими преимуществами и имеет доступ к рынкам капитала, что позволяет ей привлекать средства по более низким ставкам. Косвенно это может быть связано с большей уверенностью инвесторов в будущем более крупных компаний, а также меньшей рискованностью крупных фирм. Продолжая логику, можно отметить, что потенциальная доходность долгосрочных облигационных займов таких компаний несет в себе меньшие риски, а следовательно, и меньшую доходность на вложенный капитал, чем аналогичные по своей деятельности и структуре компании меньшего размера. Это благоприятно отражено в стоимостях долговой нагрузки. В логике изложенных выше идей, американский конгломерат General Electric был способен предоставлять приобретаемым компаниям выгоды от внутреннего капитального рынка [Billet, Mauer, 2003], [Campello, 2002]. Рассмотрение такого подхода присутствует в исследовании [Dimitrov, 2006], которое подтвердило, что диверсифицированные компании, имеют более высокий кредитный рейтинг, а также лучший доступ к рынкам капитала, чем не диверсифицированные компании.

Более обыденным является случай финансовой синергии, когда компания поглотитель обладает высокой долей денежных средств в своих активах, но текущее положение отрасли не способствует инвестированию в новые проекты внутри неё в связи с высокой неопределенностью, либо низкой доходностью. С другой стороны, компания-цель для реализации стратегических инициатив нуждается в большом объеме денежных средств. При совершении интеграционной сделки между этими двумя компаниями создается ценность благодаря достижению каждой из компаний своих интересов, что способствует популярности сделок подобного типа [Gaughan, 2015].

**Диверсификация**

Диверсификация в контексте сделок слияний и поглощений включает в себя совершение сделки интеграционного типа, когда компания-цель находится в отрасли, не связанной с текущей отраслью компании-поглотителя. Мотив диверсификации являлся главным во время третьей исторической волны M&A в середине 60-х годов прошлого столетия. Открытие возможностей такого роста было крайне популярным в указанном периоде. Однако впоследствии, по окончании третьей волны, не произошло поступательного роста сделок подобного типа. В последующие два десятилетия многие компании производили дивестирование ранее инвестированных средств в связи с неспособностью достижения достаточных показателей роста сразу на нескольких рынках из-за усложнения корпоративных структур управления. Подобные исторические события ставят вопрос о ценности совершения сделок типа диверсификации на международных рынках.

Однако если одним компаниям пришлось впоследствии смириться с неудачно выбранной стратегией диверсификации, другие конгломераты смогли извлечь выгоду от сделок подобного типа. До недавнего времени General Electric являлся примером одной из таких корпораций. Основное направление деятельности, ранее выраженное в её названии, уже многие годы не является единственным приоритетным направлением развития. Компании удалось при помощи проведения ряда стратегических сделок интеграционного типа и дальнейших дивестиций после получения максимальной отдачи от отрасли приобретенной компании поступательно создавать ценность. Примерами портфолио компании в разные периоды времени являлись страховые компании, телекоммуникационные компании, производители органических полимеров и прочего оборудования.

**Вертикальная интеграция**

При совершении вертикальной интеграции происходит приобретение активов, которые расположены в цепочке создания ценности ближе к конечному потребителю, либо же к источнику ресурсов. Одним из примеров сделок интеграционного типа с мотивом вертикальной интеграции является сделка Gulf Oil и Chevron в 1984 году. Gulf Oil был присоединен к компании Chevron для решения единственной задачи – увеличения объема резервов. В тот же исторический период состоялась сделка между Mobil и Superior Oil. Mobil позиционировалась как компания с хорошими навыками в обрабатывающей индустрии, а также сильным маркетингом, а Superior Oil обладала большим объемом доказанных запасов газа и нефти в своем распоряжении. Такой тип M&A в научной литературе относится к сделкам интеграционного типа назад. Своевременный доступ к поставкам сырья значительно снижает риски издержек. Так как компания получает возможность к управлению запасами и их получению точно в требуемый момент времени, происходит снижение затрат при проведении инвентаризации [Gaughan, 2015]. Противоположное событие – интеграция вперед – происходит, когда компания с мощной базой запасов совершает приобретение другой компании, чьи конкурентные преимущества расположены в области маркетинга и продаж.

При приобретении поставщика при прочих равных условиях компания добивается получения конкурентного преимущества на рынке. Источником такого эффекта становится снижение себестоимости запасов по причине их внутреннего происхождения. Тогда встает вопрос о размере справедливой трансфертной цены. И в случае, когда себестоимость запасов окажется меньше, чем среднерыночная цена, а также средняя цена приобретения до проведения сделки, может идти речь о достижении экономии за счет проведения вертикальной интеграции и эксплуатации внутренних ресурсов компании.

Помимо наличия внутрифирменного трансфертного ценообразования, которое обеспечивают компанию экономией затрат при приобретении поставщика, существуют иные причины экономии. К примеру, снижение транзакционных издержек, отмеченное в работах [Carlton, Perloff, 1994]. Сюда входят непредвиденные сбои поставок со стороны внешних контрактных предприятий, либо же сбои по окончании поставок в рамках договора, после которого возникает задержка до заключения следующего контракта по причине несогласия сторон по условиям. В случае же владения поставщиком компания способна более успешно прогнозировать будущую деятельность, избегая неопределенности.

Потребность в специфических материалах может стать еще одной причиной к совершению сделки вертикального интеграционного типа. Рыночная стоимость производителя и самих компонентов или материалов может быть малым, но для конкретной компании этот компонент может являться важнейшей составляющей коечного продукта, а поставщик единственным. В долгосрочной перспективе такие взаимоотношения могут иметь проблемы при определении условий поставок, поскольку заказчик оказывается в полной зависимости от производителя. В это же время другие поставщики могут оказаться неспособными инициировать производство такого узкоспециализированного компонента. Вероятные проблемы с патентным правом и высокие первоначальные затраты должны быть перекрыты со стороны заказчика для того, чтобы обеспечить возможность такой инициации. Часто компании выгоднее приобрести первоначального поставщика задолго до возникновения спорных ситуаций в отношениях, чтобы снизить издержки на дальнейших этапах. Таким образом покупатель сможет иметь постоянный доступ к специализированным компонентам и быть уверенным в высоких стандартах производимой продукции, что решает проблему заложника.

**Самоуверенность менеджеров (Managerial hubris)**

Следующая гипотеза о причинах совершения сделок типа M&A была впервые выдвинута в исследовании [Roll, 1984]. В упомянутом исследовании была проанализирована роль самоуверенности топ-менеджмента при руководстве компанией и сделана попытка к объяснению того, как эта черта может проявлять себя при совершении ряда сделок интеграционного типа. Выдвинутая в исследовании гипотеза предполагает, что менеджмент при приобретении компаний руководствуется во многом своими личными мотивами, а не лишь экономическими выгодами, которые могут быть четко проанализированы до совершения сделки.

Ролл и другие исследовали поведение менеджмента для того, чтобы понять причину, по которой менеджмент выплачивает очень высокие премии компаниям-целям при совершении сделок интеграционного типа, хотя приобретаемая компания уже чаще всего верно оценена рынком. Руководители обосновывают такую ситуацию тем, что со стороны менеджмента производится не только стандартная оценка текущей стоимости активов, но и вовлекаются все возможные эффекты, которые создаются совершаемой сделкой, что позволяет выплачивать компании высокие надбавки, снижая неприязнь к сделке со стороны продавца активов [Gaughan, 2015].  Позиция исследователей заключается в том, что присущая руководству гордость склоняет руководство к более высокой оценке, а также уверенности в том, что такая оценка является более адекватной, нежели рыночная. Однако со стороны исследователей в теорию включается определенное убеждение об эффективности рынков, которое очень часто не является справедливым в реальном мире.

Более чем тридцатилетний опыт проведения исследований в этой области все же обозначил гипотезу о высокомерии менеджмента справедливой, поскольку она способна дать объяснение многим поглощениям, произошедшим на этом временном промежутке времени. Ранние исследования области были направлены на получение подтверждения повышения цены акций компании-цели после появления информации о совершаемых сделках. Ранние исследования проводились с целью получения информации о том, действительно ли появление информации о сделках подобного типа вызывает увеличение стоимости акций компании-цели при одновременном снижении стоимости акций компании-поглотителя. Большая часть исследователей пришла к выводу о том, что описанный эффект действительно наблюдается с акциями хотя бы одной из компаний-участников сделки [Gaughan, 2015].

**Оппортунистическое поведение**

Менеджмент в изначальной ситуации при совершении вступлении в должность и при дальнейшем управлении компанией руководствуется в первую очередь своими интересами, которые продиктованы целевой функцией, которая не совпадает с целями всей организации. К примеру, для менеджмента характерны максимизация нахождения на своих благоприятных позициях в компании, а также поддержания стабильности в жизни, которая включает в себя высокий уровень компенсации за труд.

В работе [Morck, et al. 1990] было проанализировано более 320 сделок интеграционного типа на временном промежутке в 13 лет. Большая часть рассмотренных сделок, которые разрушали ценность компании-поглотителя, была инициирована с высоким давлением со стороны менеджмента и, как правило, в первую очередь отражала цели менеджмента, а не компании. При более близком рассмотрении было обнаружено три типа сделок, которые имели склонность к разрушению ценности: диверсификация текущей деятельности, покупка роста за счет молодой компании, а также приобретения на фоне плохой результативности текущей команды менеджмента. В частности, результаты, связанные с покупкой роста, показывают, что, вероятно, в большинстве случаев такой покупки компания-приобретатель вынуждена переплачивать.

Доводы, представленные в описывающие плохие управленческие решения в достаточной мере логичны. При плохом текущем управлении компанией увеличение активов под управлением лишь снизит показатели эффективности деятельности. Существует также позиция, что менеджмент в краткосрочной перспективе способен эффективно действовать только при управлении знакомым и хорошо понятным бизнесом. При выходе за рамки полного понимания ситуации могут быть созданы большие проблемы для всей компании. Но в противовес такой теории существуют команды менеджмента, которые исторически управляют компаниями конгломератами. Однако управленческие способности команд менеджмента в данном случае являются их конкурентным преимуществом и навыками конкретных людей, поэтому нельзя говорить о способности любого менеджмента эффективно функционировать в ситуациях резкой смены деятельности.

**Налоговые мотивы**

Многими исследователями ставится вопрос о том, действительно ли существует положительный эффект от снижения налоговых выплат при совершении сделок интеграционного типа. Ряд исследований подтверждает мысль о том, что проведение сделки типа M&A в некоторых случаях обеспечивает компанию налоговыми льготами. В работе [Gilson et al., 1988] была совершена попытка построения теоретической базы, которая бы демонстрировала взаимосвязь между потенциальными налоговыми выгодами и проведением сделок M&A. Результаты исследования показывают, что для небольшой доли сделок налоговые эффекты способны были обеспечить привнесение дополнительной ценности.

В ряде произошедших в 2014 году сделок было выявлено высокое влияние налоговых мотивов, которое привлекло внимание общественности. Сутью таких сделок являлась передислокация прибылей компании в страну с более щадящим режимом налогообложения прибылей, а также других налоговых выплат. К примеру, компанией AbbVie была приобретена Shite PLC, что обеспечило создание новой штаб-квартиры на территории Великобритании. В рамках рассматриваемого исследования [Plumridge, Loftus, 2014] указано, что такое перенесение прибылей обеспечит снижение налоговой ставки компании с 22% на год до совершения сделки до 13% через два года после совершения сделки.

## 1.3. Участники сделок слияний и поглощений

Сделки по слияниям и поглощениям являются довольно сложными процессами, работа над которыми производится большими рабочими командами. Далее рассмотрен набор основных участников при проведении сделок M&A, а также описана выполняемая ими роль в процессе:

**Покупатель**

 Каждая сделка по слияниям и поглощениям инициирована, как минимум, одной стороной покупателя. Такая компания или же лицо, при достижении успешной договоренности об условиях, совершает оплату в рамках установленной сделкой условий, а после проведения сделки владеет или контролирует приобретенную компанию или часть активов такой компании. Для завершения сделки такого типа первично должны быть проведены переговоры, с целью установления возможных стратегических и финансовых приоритетов с каждой из сторон. Чаще всего для того, чтобы сделка совершилась необходима работа большой группы специалистов с обеих сторон. Такие команды участвуют в переговорах, а также структурируют сделку в ходе её обсуждения, консультируют стороны по принимаемым решениям.

**Продавец**

 Продавец при совершении интеграционных сделок - компания, осуществляющая передачу акций, активов или обязательств, которые приобрел покупатель. Однако не в каждой сделке такого типа продавец выступает в качестве отдельного лица. К примеру, при осуществлении сделки с публичной торгуемой компанией акционеры сами могут активно участвовать в продаже акций. Но достаточно часто совет директоров приобретаемой компании берет на себя обязательства по достижению всех договоренностей с текущими владельцами акций и по их передаче новому владельцу. В частной сделке продавец будет на полноправной основе проводить переговоры с покупателем об установлении всех условий продажи, используя свои внутренние силы в виде команды консультантов, представляя владельца обсуждаемой компании.

**Компания-цель**

Под «целью» обычно подразумевается компания, являющаяся предметов рассмотрения к покупке. Такое существительное, однако, невозможно использовать при обсуждении продаваемых активов или обязательств, в отличие от компании. В такой ситуации прибегают к использованию терминов «Приобретенные активы» и «Предполагаемые обязательства». Совет директоров и руководство компании-цели представляют интересы публичного акционерного общества, то есть всех акционеров компании, действуя в их интересах. Очень часто менеджмент компании берет на себя роль продавца.

**Совет директоров приобретаемой компании**

Совет директоров и все его члены, в частности, должны на протяжении всей сделки выполнять ряд функций, проявляя обязательства «лояльности» и «разумной заботы» по отношению к акционерам. Это приводит к тому, что директора подчиняют собственные интересы интересам всей компании и его владельцев. В общей структуре обязанностей это лишь продолжает логику обыденного набора обязательств со стороны члена совета директоров. При наличии подозрений в имеющемся конфликте интересов независимый совет директоров, либо же комитет, который будет сформирован из незаинтересованных/независимых директоров из числа членов совета директоров, будет управлять процессом проведения сделки по слияниям и поглощениям от имени компании-цели. В таких условиях при принятии решений независимый совет директоров для принятия решений легитимно может воспользоваться услугами внешних юристов и финансовых консультантов, а также получать всю необходимую информацию со стороны руководства своей компании.

**Специализированные юридические консультанты**

При совершении сделок интеграционного типа происходит привлечение внутренних юристов, но в большей степени компании также обращаются и к внешним специалистам, которые специализируются непосредственно на сделках M&A. Юристы в большей степени являются контактными точками между сторонами, осуществляя точное структурирование правовой стороны сделки и постоянны контакт, производя представительную функцию со своей стороны сделки.

 Когда сделка относится к разряду крупных приобретений также привлекаются специалисты из различных узких областей права. К примеру, специалисты в области антимонопольного права случае проведении сделок на рынке с высокой концентрацией. В высокотехнологичных отраслях популярны услуги специалистов в патентном праве. Такие специалисты помогают точно оценивать все выгоды и риски при совершении сделки, а также надлежащим образом доносят интересы стороны до партнера по сделке. Часты случаи, когда специалисты налогового права, помимо высокой вовлеченности сделку и проработки основных вариантов, влияют на всю её структуру.

**Инвестиционные банки**

Для получения консультаций в области финансов, а также при стратегическом планировании компания привлекает инвестиционный банк и его специалистов. В услугах этой стороны чаще всего нуждаются обе стороны проведения сделки. Взаимодействие команд таких структур также являются важной частью диалога между компаниями. Также инвестиционные банки со стороны продавца подготавливают информационное сопровождение сделки, занимаются организацией аукционов, ведут переговоры по цене с потенциальными покупателями и выполняют финансовое моделирование для определения цен на активы. В случае рассмотрения сделки независимым советом директоров инвестиционный банк осуществляет полную поддержку выполнения их функций.

Финансовые консультанты инвестиционного банка оказывают услуги обеим сторонам сделки, производя справедливую оценку компании, определяя ключевые риски, проводя переговоры с той или иной стороны, оказывая тактические консультации. Также с этой стороны могут быть предложены альтернативы для покупателя в финансировании сделки по слияниям и поглощениям.

## 1.4. Описание процесса M&A

Концептуально по отношению компаний к сделке могут быть определены два способа проведения сделки слияния и поглощения: дружественный и враждебный. Первый способ сопряжен с более низким уровнем издержек и меньшими требуемыми усилиями для завершения сделки. Очень характерно отношение к сделкам слияния и поглощения как к феноменам, которые носят стихийный характер и являются порождением неких стихийных обстоятельств. Однако чаще всего на самом деле это результат очень кропотливого труда со всех сторон совершения сделки. Помимо этого, большой пласт информации оказывается под пеленой конфиденциальности. И в реальности существует регламентированный порядок проведения сделки. При прохождении по всем этапам компании также могут вернуться на ступень назад для проведения более тщательного рассмотрения аспектов сделки. Существуют различные подходы к структурированию процесса совершения сделки. Предлагается воспользоваться примером компании Watson Wayatt для рассмотрения шагов в случае дружественной сделки [Галпин, 2005]:

**Шаг 1. Постановка задачи**

В самом начале компания-поглотитель определяет для себя точные цели, которых хотелось бы достичь сделкой. Без точного понимания целей будет сложно получить какую-либо выгоду из проводимой сделки. Для того, чтобы достичь цель предлагается создать систему KPI, которая бы конкретизировала цели, а также оправдывала принятую на настоящий момент стратегию развития через неорганический рост, чтобы понимать в каких рамках компания может торговаться, предлагая различные возможности при проведении аукциона.

Помимо перечисленного, на подготовительном этапе рассматриваются перспективы сосуществования компаний в одной структуре, происходит первичная выработка плана работы, изменения и адаптации в области HR-менеджмента и тесное взаимодействие с генеральным директором компании по возможным изменениям в стратегии. На этом же этапе проговариваются и определяются все основные роли в процессе проведения сделки. Если не существует конкретной компании-цели, то происходит выработка параметров идеальной модели компании, приобретение которой бы позволило добиться поставленных задач. Топ-менеджмент занимается поэтапной проработкой различных видений стратегий.

**Шаг 2. Оценка ситуации**

На втором этапе производится анализ потенциальной компании-цели. На данном этапе происходят первые контакты с интересующей компанией. И если обе стороны заинтересованы в сделке и считают её создающей ценность для каждой из сторон, то выдвигаются первые условия и фиксируется даты по принятию ключевых решений. В этот же момент с юридической стороны заключается договор о намерении совершения сделки и договор о дальнейшей секретности при проведении анализа компании-цели. В самом договоре нет какого-либо новаторства, так как он лишь закрепляет обязательства сторон, поэтому в нем прописываются цели и задачи фирм, а также потенциальные первичные притязания с каждой из сторон.

В процессе этого шага обсуждаются первичные вопросы о структуре и порядке управления после совершения сделки, определяются некие «рубежи» при прохождении по процессу совершения сделки, а также определяются источники для финансирования сделки.

**Шаг 3. Анализ и исследования**

На третьем шаге происходит глубокий анализ компании-цели и происходит проверка качества всех операций, производимых в компании, проверяется её надежность. После этого информация передается топ-менеджменту компании-поглотителя, который тщательно изучает ситуацию и анализирует предстоящую сделку с оценкой рисков того, что какая-то часть может пойти не так, как планировалось, и сделка не сработает. Если вся негативная информация оказалась незначительной или был найден выход для компенсации потенциальных проблем, начинается работа по разработке первичных черновиков договора, подтверждающего сделку интеграционного типа между компаниями. При таких процедурах ни при каких условиях нельзя спешить и совершать необдуманные действия. Иногда стоит заново, уже имея большую долю информации о компании, провести анализ показателей, протестировать качество персонала компании и оценить возможность слияния корпоративных структур без негативных последствий. После проведения всех должных процедур можно быть уверенным в том, что решение о совершении сделки было принято не без должной подготовки.

**Шаг 4. Проведение переговоров**

На четвертом шаге формируются окончательные типы договоров о проведении сделки слияния и поглощения. В свою очередь управленческое звено проводит очередные переговоры для выяснения деталей и незначительных аспектов о сделке и о приобретаемой компании. В реальной ситуации гораздо сложнее определить четкие даты осуществления перехода власти и полномочий между компаниями, и несмотря на наличие первоначальных дат, постоянно происходят дополнительные консультации и уточнения по срокам и порядку перехода компании к новому владельцу и новым управленцам. За счет частых уточнений достигается высокий уровень упорядоченности процесса и снижение неопределенности, которая является опасной при таком оперировании огромными активами. На данном шаге менеджмент поглотителя уже начинает привносить новое видение в компанию-цель и участвовать в обсуждении ежедневных процессов, а топ-менеджмент занимается дополнительной сверкой всей ранее полученной информации и формирует вместе с консультантами финальный вариант соглашения, который все же еще проходит несколько более формальных стадия «шлифовки» в каждой из компаний [Галпин, 2005].

**Шаг 5. Проведение интеграции**

Последний шаг во многом зависит от конкретного типа сделки и отраслей компаний, которые представлены в сделке. В теории на таком этапе должны появляться конкретные представления о том, как будет устроена организационная структура новой компании и каков размер штата, необходимого для продолжения функционирования новой компании. Для полного окончания интеграции до последнего важно поддержание связи со всеми заинтересованными сторонами проводимой интеграции. В работе [Галпин, 2005] наиболее тщательно рассматривается именно последний этап, поскольку основные вопросы касаются результативности проводимых сделок M&A. А первые адекватные оценки эффектов такой сделки можно начинать уже с этого момента. Именно с окончанием процедуры сделки в компании начинаются масштабные преобразования с началом процесса интеграции. Невозможно не отметить, что как компания-приобретатель влияет на внутреннее устройство компании-цели, так и обратная связь также существует. Все более эффективно реализованные части в компании-цели могут заменить собой такие функции в старой компании, что повлечет за собой сокращение штата сотрудников старой компании. Однако, чаще всего наблюдается обратный процесс.

## Выводы по первой главе

В рамках текущей главы рассмотрены основные мотивы к совершению компаниями сделок по слияниям и поглощениям, а также проанализированы работы, в которых исследованы наиболее изученные мотивы к совершению сделок по слиянию и поглощению. Здесь стоит отдельно отметить, что не все из проанализированных мотивов однозначно подталкивают к мысли о том, что проведение сделки интеграционного типа положительно отражается на благосостоянии акционеров компании, поэтому в последующих главах будет проведен дальнейший анализ, а затем эмпирическое исследование. И если будет отмечено, что факт совершения сделок сигнализирует о том, что такие инициативы создают ценность для акционеров приобретающей компании, то это могло бы свидетельствовать в пользу эффективности принимаемых менеджментом решений и косвенно бы подтверждало эффективное функционирование рынка корпоративного контроля. В последующих разделах текущей главы кратко описаны основные участники сделок интеграционного типа, а также на примере, сконструированном одной из консалтинговых компаний, рассмотрен процесс проведения типовой сделки дружественного типа.

# Глава 2. Фундаментальная ценность компании и методы её оценивания

## 2.1. Методы оценивания ценности компании

Во многих случаях капитализация компании рассматривается как один из основных долгосрочных способов оценки бизнеса. К сожалению, в действительности рыночная оценка компании подвержена высокой волатильности, которая вызвана огромным спектром из событий, фактов и действий участников рынков капитала.

Существует два подхода к рассмотрению направлений развития корпоративного менеджмента [Бухвалов, Акулаева, 2014]. В рамках одной из теорий в качестве миссии компании рассматривается создание выгод для всех заинтересованных сторон, называемых стейкхолдерами. К стейкхолдерам относят достаточно широкий круг лиц: сотрудники, поставщики, клиенты, правительство, местное сообщество и другие группы. В данном случае встает вопрос о наличии единого агрегированного показателя, который бы производил оценку результативности деятельности компании для всех заинтересованных сторон. Другой проблемой данного подхода являются разнонаправленные интересы заинтересованных сторон. Таким образом, компания не может одновременно быть максимально благоприятной для всех стейкхолдеров, и необходимы зоны приоритета.

Целью второго подхода прокламируется максимизация рыночной ценности для поставщиков собственного капитала и полное удовлетворение условий поставщиков заемного капитала. В данном случае наблюдается фокусирование приоритетов направлений развития.

По мнению одного из исследователей [Grant, 2010], капитализация компании относится к показателям с высокой долей спекулятивности и краткосрочной мерой ценности. Отмечается, что капитализация не создается напрямую менеджментом компании, а является результатом работы фондового рынка. Однако такой взгляд не опровергает обыденный взгляд финансистов на создание ценности для акционеров через увеличение капитализации, как показателя ожидаемой текущей ценности будущих денежных потоков компании. В итоге компания не должна характеризоваться группой заинтересованных сторон, но оцениваться исходя из функций, которые компания выполняет в процессе своей деятельности. В таком случае рыночная капитализация не может быть основным и единственным характеризующим успешность компании показателем. В работе [Бухвалов, Акулаева, 2014] в качестве прокси для долгосрочной ценности компании рассматривается эмпирическая фундаментальная ценность, которая может быть вычислена при помощи стандартных инструментариев. И в данном случае расхождение значения такой ценности с капитализацией не рассматривается исследователями как недостаток.

В повседневной ситуации при выборе метода оценки ценности компании оценщик опирается на цели оценки и особенности рассматриваемой компании. И выбор метода оценки является крайне важным шагом, поскольку разные методы и подходы приводят к различным результатам. Объяснения таких расхождений обычно относят к несовершенствам рынков.

Рассматривая теоретическую базу, можно выделить три самых популярных подхода к расчету стоимости компании: доходный, сравнительный и затратный. В рамках каждого из подходов выделяют несколько методов. Некоторые из методов, в частности, могут быть применены и для целей оценки при совершении сделок слияния и поглощения:

Таблица 2. Классификация подходов к оценке компании [Damodaran, 2012]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Доходный** | **Сравнительный** | **Затратный** |
| Капитализация доходов | Компании аналоги | Чистые активы |
| Дисконтированные денежные потоки (DCF) | Метод отраслевых коэффициентов | Ликвидационная стоимость |
| Дисконтированные дивиденды (DDM) | Схожие сделки | \_\_\_\_\_\_\_ |

При изучении сделок слияний и поглощений оценку можно производить как до сделки, так и после сделки. В первом случае для выявления инвестиционной стоимости компании, а во втором случае с целью оценки целесообразности осуществленной сделки. В такой ситуации совершается попытка оценить достигнутую синергию, а также прокламируется наличие полученной ценности от объединения компаний в результате совершенной сделки.

**Затратный подход**

Затратный подход используется реже всего в практике корпоративных финансов. В него входят метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Оба метода чаще всего используются при оценке компаний, у которых высока доля основных фондов. Но в рамках сделок слияний и поглощений такой подход очень ограничен в использовании по причине невозможности оценивания синергетического эффекта. В таком случае методы применимы только к компаниям, от которых не ожидается создания нематериальной ценности, а стоимость её бизнеса примерно равна стоимости активов [Damodaran, 2012].

При совершении оценки затратным методом достаточно сложно учесть все перспективы развития бизнеса, поскольку учитывается только затратная его часть. Кроме прочего, достаточно сложно учесть риски оцениваемой компании, опираясь только на прогнозирование затрат. С другой стороны, неоспоримым плюсом такой модели является возможность учета степени износа активов с опорой на имеющиеся технологические улучшения. Также такой подход редко сможет быть причиной нереалистичного и необъективного оценивания.

**Сравнительный подход**

При использовании сравнительного подхода оценщик моделирует цену исследуемой компании при помощи сопоставления её с уже имеющимися рыночными ценами компаний-аналогов и их бухгалтерскими показателями. Применение таких подходов правомерно при функционировании компании на хорошо развитом рынке [Damodaran, 2012]. Открытость информации на рынке также является важным критерием для получения информации. Особенно это важно при рассмотрении уже совершенных сделок и проведении аналогий для совершения текущей сделки.

Наиболее популярным в использовании подходом является метод сравнения мультипликаторов компаний. Такой способ является достаточно быстрым, при условии наличия качественной информации, а также простым при определении ценности компании. Как и метод дисконтированных денежных потоков, такой подход применим как для ПАО, так и для компаний с закрытой формой собственности. При использовании мультипликаторов существуют три этапа. Для начала выбираются достаточно сопоставимые компании. Впоследствии определяются мультипликаторы, по которым компании будут сопоставляться друг с другом. На последней стадии мультипликаторы сопоставляются с определенным уровнем выручки оцениваемой компании.

Наиболее часто используемые мультипликаторы включают в следующие показатели: цена к выручке, рыночная цена компании к балансовой, рыночная стоимость компании к выручке и другие [Damodaran, 2012]. Для использования показателей значения иногда нормируются для осуществления объективного сопоставления. Использование ненормированных множителей несет в себе очевидную проблему сопоставимости. Даже если структура бизнеса у обеих компаний одинакова, существует информация на рынке о бизнесе каждой из компаний, которая не может быть одинаковой, поскольку каждая из компаний являет собой уникальный набор свойств. К примеру, негативный поток информации об оцениваемой компании может сделать её оценку по мультипликаторам слишком завышенной. Кроме заниженной планируемой доходности необходимо также учитывать сниженные размеры мультипликаторов по отношению к компаниям-аналогам. Такие корректировки повлияют на способность компании к генерированию высоких прибылей. В то же время, с другой стороны, следует не забывать и о положительный потенциалах рассматриваемой компании. Если у компании существуют прорывные потенциалы в каком-то из стратегических направлений развития, то рост в этих направлениях должен быть учтен путем повышения мультипликаторов, которые заложены в оценке компаний-аналогов.

Оценщик всегда должен точно понимать, какие компании вошли в выборку для вычисления среднеотраслевых мультипликаторов. Также, если такая информация доступна, хорошо учесть размер имеющейся дисперсии в подсчете таких среднеотраслевых мультипликаторов, поскольку нехорошо подобранный ряд компаний может сместить средние оценки, уводя исследователя от справедливых значений. При наличии нескольких компаний, чьи показатели плохо соотносятся с остальными компаниями в отрасли, необходимо рассмотреть возможность их аргументированного исключения из набора компаний.

**Доходный подход**

В рамках доходного подхода наиболее используемым в повседневной практике корпоративных финансов является метод дисконтированных денежных потоков [Damodaran, 2012]. В таком подходе определяются четыре основных фактора, формирующих ценность компании: способность поддержания и темп роста величин денежных потоков, которые генерирует компания, необходимый промежуток времени для достижения стабильного роста и стоимость привлечения капитала. Исходя из вышесказанного, можно говорить о возможности компании влиять на свою ценность при помощи изменения любого из этих показателей.

Сумма дисконтированных доходов будущих периодов получается при совершении попытки спрогнозировать величину будущих денежных доходов. При построении денежных потоков для будущих периодов стоит не забывать о том, что вся текущая информация о компании должна быть учтена в прогнозируемых размерах денежного потока. К примеру, заложенные выплаты на мотивацию менеджмента должны быть приняты как обязательный будущий расход, поскольку заранее неизвестно насколько точно все условия, поставленные перед управленцами, будут ими выполнены, и какая часть опционных контрактов будет принята к исполнению [Damodaran, 2012].

Значимым решением при использовании метода дисконтированных денежных потоков (DCF) является выбор справедливой ставки дисконтирования. Такая ставка должна точно отражать уровень риска, которому подвержена компания. Существует несколько типологий построения моделей в зависимости от отраслевой принадлежности компании и её стадии развития. Чаще всего используется двухступенчатый подход к построению модели. Сначала прогнозируются денежные потоки для рассматриваемой фазы «быстрого роста». Такая фаза включает в себя точно определённый промежуток времени, обычно не превышающий 5 или 10 лет. Затем исследователь постулирует стабильный рост размеров денежных потоков в бесконечном промежутке времени. Вторая часть такой модели часто называется терминальной ценностью. С увеличением промежутка определенного времени прогноза уменьшается доля терминальной ценности в общей оценке компании. Таким образом, текущая ценность компании (company value) с десятилетним периодом прогноза выражается следующим уравнением [Damodaran, 2012]:

$СV= \frac{FCF\_{1}}{(1+r)}+ \frac{FCF\_{2}}{(1+r)^{2}}+…+ \frac{FCF\_{10}}{\left(1+r\right)^{10}}+ \frac{\frac{FCF\_{11}}{\left(r-g\right)}}{\left(1+r\right)^{10}},$(1)

где:

СV — ценность компании;

FCFt — свободный денежный по ток в момент t;

g — темп роста для денежных потоков в будущем;

r — стоимость привлечения капитала.

При определении используемой ставки дисконтирования в расчет должны браться уровень риска, которому подвержена компания, а также уровень неустойчивости её денежных потоков. Для того, чтобы вычислить размер ставки дисконтирования необходимо обратиться к понятию «безрисковой» ставки, в качестве которой подразумевается доходность облигаций федерального займа РФ. При рассмотрении ОФЗ с более длительным периодом рассмотрения нужно учитывать, что в процентную ставку доходности таких облигаций включены процентные риски. Под процентными рисками подразумевается возможность изменения процентных ставок в экономике. Далее следует, что при инвестировании в более рискованные активы ставка дисконтирования должна повышаться. И при вычислении ценности компании следует учитывать, что повышающаяся ставка дисконтирования снижает текущую ценность будущего денежного потока.

При определении справедливой ставки дисконтирования также иногда полезно учесть различия в стоимости привлечения долгового и акционерного капитала компании при больших различиях в стоимости их привлечения. Для компаний, у которых разница в стоимости привлечения этих двух частей различается, используется средневзвешенная ставка стоимости капитала — WACC. Но в случае, если компания полностью финансируется за счет акционерного капитала, либо её уровень риска рассматривается как достаточно высокий, используется ставка дисконтирования, вычисленная при помощи модели CAPM [Brealey, Myers, 2006]:

$R\_{i}= R\_{RF}+ β\_{i}\left(R\_{M} - R\_{RF}\right),$ (2)

где:

*Ri* — ставка требуемой доходности капитала компании i;

*Rrf* — Безрисковая ставка;

*Β —* Бета-коэффициент компании;

*Rm —* Ставка рыночной доходности.

Бета-коэффициент, который необходим для вычисления ставки по данной модели, получается путем сравнения изменчивости доходности рынка и доходности рыночных инструментов компании. Бета-коэффициент для одного актива может варьироваться из-за изменения параметров его измерения. Таким образом, его величина зависит от: длинны наблюдаемого периода, рыночного индекса, с которым происходит сравнения, и от частоты совершаемых измерений. Беты, рассчитываемые для компаний таким методом, уже отражают структуру капитала, поскольку анализируют изменчивость доходности всей компании, включая её долговую часть. Если же оценщику более важно понимать изменчивость доходности только акционерного капитала компании, то переходят к коэффициенту беты, очищенному от влияния долговой нагрузки.

## 2.2. Сравнение подходов к нахождению фундаментальной ценности собственного капитала компании

В корпоративных финансах ценность акционерного капитала определяется через фундаментальную ценность капитала компании. В работе [Бухвалов, 2004] отмечено лингвистическое различие между терминами «стоимость» и «ценность». При изучении компаний в финансовом менеджменте и проведении их оценки доходным подходом небезосновательно принято говорить о нахождении именно ценности компании, подразумевая будущие денежные доходы. В подходе, предложенном [Волков, 2004], фундаментальная ценность актива, обязательств или капитала организации понимается как оценка этого элемента на основе прогнозируемых денежных потоков, связанных с ним. Такому подходу противопоставляют рыночную стоимость и балансовую ценность. Рыночная стоимость определяется как определенная стоимость элемента, по которой он продается на свободном рынке капитала. Балансовая же ценность отражает стоимость элемента, указанного в финансовой отчетности компании. Капитализация компании отражает рыночную стоимость всего акционерного капитала.

Фундаментальная ценность активов является суммой ценностей долговых обязательств и собственного капитала [Brealey, Myers, 2006]:

$V\_{A}\left(V\_{F}\right)=V\_{E}+V\_{D}$, (3)

где:

$V\_{A} $— фундаментальная ценность активов;

$V\_{E} $— фундаментальная ценность собственного капитала;

$V\_{D }$ — Фундаментальная ценность долговых обязательств.

Исходя из формулы 3, можно определить существование двух подходов к оценке фундаментальной ценности собственного капитала компании: операционный и капитальный подходы.

При осуществлении оценки с использованием операционного подхода осуществляется оценка фундаментальной ценности активов компании при помощи дисконтирования денежных потоков, приходящихся на компанию в будущих периодах. Затем из полученного значения вычитается высчитанная фундаментальная ценность долга, которая представляет собой дисконтированный поток платежей по долговым обязательствам компании. В итоге произведенных расчетов получается фундаментальная ценность собственного капитала.

Капитальный подход подразумевает, что фундаментальная ценность может быть найдена без включения расчетов по долговой части компании. Тогда фундаментальная ценность определяется как сумма дисконтированных потоков в сторону акционеров компании.

Перечисленные различия во взглядах не являются единственно возможным способом разделения в методиках расчета фундаментальной ценности капитала компании. Помимо вышеперечисленного, разделение может производиться в том, что подразумевается под денежным потоком. В качестве денежных потоков может рассматриваться поток денежных средств, либо же поток остаточной прибыли. Под остаточной прибылью в таком случае исследователи подразумевают бухгалтерскую прибыль за вычетом капитальных затрат.

Исходя из вышесказанного, можно выделить две модели оценки фундаментальной ценности собственного капитала. При этом в каждой модели допустимо использование двух подходов к определению денежных потоков. На основе проведенной [Волков, 2006] классификации можно выдвинуть следующее наглядное представление фундаментальной ценности собственного капитала:

Таблица 3. Модели оценивания фундаментальной ценности капитала [Волков, 2006]

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  |  | **Подходы оценке ценности капитала** |
|  |  | **Операционный** |  |
| **Создающие ценность потоки** | **Денежные**  | Модели денежных потоков DCF) двух  |
| Модель дисконтирования денежных (DCFM) |  дисконтирования  (DDM) |
|  **прибыль** |  остаточной прибыли ) двух  |
| Модель дисконтирования операционной (ReOIM | Модель остаточной прибыли (REM |

Как уже было отмечено в предыдущем разделе, модель дисконтирования свободных денежных потоков — это наиболее широко используемый инструмент в корпоративных финансах. Основное допущение модели строится на том, что свободные денежные потоки являются элементом, создающим ценность. Под такими потоками подразумеваются все потоки, которые доступны для разделения между всеми поставщиками капитала компании. DDM в данном случае отличается от обсуждаемого подхода тем, что он принимает к рассмотрению только потоки, относящиеся к выплате в сторону акционеров. При проведении процедуры дисконтирования в модели дисконтированных дивидендов используется ставка, вычисленная по модели CAPM, в то время как для метода дисконтированных денежных потоков используется ставка WACC, описанная в предыдущем разделе.

Фундаментальная ценность собственного капитала из модели дисконтирования денежных потоков может быть выражена как [Волков, 2004]:

$ V^{FCFE} =\sum\_{i=1}^{\infty }\frac{FCF\_{i}}{(1+WACC)^{j}}-D\_{BV}, $ (4)

где:

$V^{FCFE}$ — фундаментальная ценность собственного капитала;

$FCF\_{i}$ — свободный денежный поток в году i;

WACC — средневзвешенная ставка затрат на капитал

$D\_{BV}$ — балансовая ценность обязательств.

Под свободным денежным потоком (FCF) подразумевается следующее [Волков, 2004]:

* + 1. Все денежные потоки, которые распределяются между акционерами и кредиторами:

$ FCF\_{i}=d\_{i}+i\_{i}∙\left(1-t\_{i}\right)-∆D\_{i}, $ (5)

:

$FCF\_{i}$— свободный денежный поток i-м

$d\_{i}$ — чистые дивиденды i-ом году;

$i\_{i}$ — процентные в i-ом году;

$t\_{i}$ — ставка на прибыль i-ом году;

$∆D\_{i}$ — изменение балансовой ценности долга в i-ом году.

* + 1. Только операционная прибыль за вычетом прироста чистых активов компании

$ FCF\_{i}=EBI\_{i}-∆NA\_{i}$, 6)

:

$EBI\_{i}$ — Чистая операционная прибыль году i;

$∆NA\_{i}$ — Прирост чистых активов в году i.

В модели дисконтированных дивидендов ценность собственного капитала компании выражается в следующем виде [Волков, 2004]:

$V^{DDME}=\sum\_{i=1}^{\infty }\frac{d\_{i}}{(1+k\_{E})^{i}},$ (7)

где:

$V^{DDME}$ — фундаментальная ценность капитала;

$d\_{j}$ — чистые дивиденды в i-ом году;

$k\_{E}$ — требуемая доходность на собственный капитал по модели CAPM.

Преимущество такой модели заключается в том, что она подтверждает основное утверждение о стоимости ценной бумаги, которое признает равенство этой стоимости дисконтированному размеру будущих денежных поступлений от такой бумаги [Волков, 2004].

В модели остаточных прибылей (RIM) подразумевается, что балансовая ценность собственного капитала и дисконтированный поток остаточных прибылей — это два основных драйвера фундаментальной ценности. Остаточная прибыль является центральным понятием такой модели. Под остаточной прибылью исследователи понимают бухгалтерскую прибыль за минусом затрат, связанных с капиталом. В общем виде остаточная прибыль может быть представлена следующим образом [Волков, 2004]:

$RI\_{i}=I\_{i}-k∙C\_{i-1} $, (8)

где:

$RI\_{i}$ — остаточная прибыль отчетного года i;

$I\_{i}$ — бухгалтерская прибыль отчетного года i;

$k$ — требуемая доходность на капитал;

$C\_{i-1}$ — балансовая ценность капитала на начало года i.

Под балансовой ценностью капитала подразумевается как весь капитал компании, так и только собственный капитал. На этом различии и строятся два основных показателя остаточной прибыли: остаточная операционная прибыль и остаточная чистая прибыль компании. При выборе модели важно отметить, что показатели бухгалтерской прибыли, требуемая доходность и балансовая ценность капитала должны соответствовать друг другу.

При рассмотрении остаточной операционной прибыли (ReOI) из чистой операционной прибыли вычитаются затраты на весь размер чистых активов компании. Под чистыми активами подразумеваются активы, очищенные от кредиторской задолженности, которая является бесплатным обязательством для компании. В качестве прибыли берется прибыль до уплаты налогов, а в качестве ставки требуемой доходности — WACC. Таким образом, формула расчета будет выглядеть следующим образом [Волков, 2004]:

$ReOI\_{i}=EBI\_{i}-k\_{w}∙NA\_{i-1} $ (9)

При рассмотрении остаточной чистой прибыли (RE) из чистой прибыли компании вычитаются затраты на собственный капитал. В качестве собственного капитала берется акционерный капитал, а в качестве ставки требуемой доходности ставка, рассчитанная по модели CAPM:

$RE\_{i}=NI\_{i}-k\_{E}∙E\_{i-1},$ (10)

Далее будут рассмотрены два варианта представления модели, которые исходят из различного подхода к понятию прибыли:

Модель остаточной операционной прибыли (ReOIM рассматривают фундаментальную ценность компании как балансовую ценность капитала на момент совершения оценки и приростов фундаментальной ценности над балансовой, который рассматривается как бесконечный поток остаточных операционных прибылей, которые дисконтируются по ставке WACC. В общем виде модель может быть представлена следующим образом:

$V\_{E}^{ReOI}=E\_{0}+\sum\_{i=1}^{\infty }\frac{ReOI\_{i}}{(1+k\_{W})^{i}} ,$ (11)

Опираясь на балансовое равенство, модель может также быть представлена в виде:

$V\_{E}^{ReOI}=\left[NA\_{0}+\sum\_{i=1}^{\infty }\frac{ReOI\_{i}}{(1+k\_{W})^{i}}\right]-D\_{0}, $ (12)

где:

$NA\_{0}$ — балансовая ценность чистых активов;

$D\_{0 }$— заемный капитал.

Модель остаточной чистой прибыли (REM) рассматривают фундаментальную ценность собственного капитала как балансовую ценность собственного капитала на момент оценки и прирост фундаментальной ценности, который определяется как бесконечный поток остаточных чистых прибылей, дисконтированных по ставке затрат на собственный капитал. Становление модели остаточной чистой прибыли отмечено в работах [Edwards, Bell 1961; Ohlson, 1995]. Вторая работа внесла значительный вклад в развитие модели. В общем виде фундаментальная ценность собственного капитала сводится к следующему:

$V\_{E}^{REM}=E\_{0}+\sum\_{j=1}^{\infty }\frac{NI\_{j}}{(1+k\_{E})^{j}},$ 13)

Впоследствии в работе [Волков, 2004] выведены условия эквивалентности двух моделей остаточной прибыли: в случае, если в модели ReOIM средневзвешенные затраты на капитал рассчитываются на основе фундаментальных ценностей всех источников финансирования. В итоге же, вне зависимости от применяемых подходов — центральное место в принятии управленческих решений возложено на справедливую оценку ценности компании. И несмотря на доказанную эквивалентность моделей, они неравнозначны при применении на практике для конкретных задач финансового менеджмента. При применении трех критериев в работе [Волков, 2006]: достоверности, применимости и объяснимости, наиболее подходящей к использованию моделью оценки является модель остаточной чистой прибыли. Под достоверностью в указанной работе подразумевается отражение экономических процессов создания ценности. Применимость включает в себя прогнозируемость, непротиворечивость и понятность. Объяснимость, в свою очередь, подразумевает способность связывания фундаментальной ценности с рыночной ценностью собственного капитала.

В работе [Бухвалов, Акулаева, 2014] была совершена попытка к нахождению модели оценивания для российских компаний, которая бы была пригодна для большинства отраслей экономики. Предлагается модификация модели эмпирической фундаментальной ценности, которая была ранее предложена [Ohlson, 1995]. Результаты расчетов для компаний приводят авторов к выводу, что фундаментальная ценность соответствует стратегической стоимости в большей степени, чем имеющаяся рыночная капитализация.

## 2.3. Взаимосвязь фундаментальной ценности и характеристик сделок по слияниям и поглощениям

При ознакомлении с исследованиями можно выделить три используемых подхода к оценке взаимосвязи совершения компанией сделки по слияниям и поглощениям и ценностью компании: оценивание реакции рынка при помощи событийного анализа, подход с использованием показателей финансовой отчетности, а также сравнение изменения фундаментальной ценности компании при помощи модели остаточных прибылей (RIV).

**Изменение ценности компании при совершении сделок типа M&A**

В исследовании [Lin et. al, 2016] при помощи метода оценивания реакции рынка на совершение сделки по слияниям и поглощениям для выборки компаний, функционирующих в Тайване, была выявлена негативная связь события со стоимостью акций компаний. В то же время в более раннем исследовании [Wong et al., 2009] для крупной выборки азиатских компаний было совершено исследование избыточной доходности, в котором до объявления о событии была выявлена значимая на 10% уровне положительная динамика кумулятивной избыточной доходности. Однако после появления более детальной информации о сделках и планах компаний общий тренд настроения инвесторов меняется, что делает результат статистически незначимым. После же официального объявления о сделке кумулятивная избыточная доходность достигает высоких положительных значений со значимым на 1% уровне результатом. Такие результаты исследования указывают на положительную связь между информацией о совершении сделки M&A и доходностью акций компаний для компаний азиатского рынка.

В статье [Ferreira et al., 2008] сравниваются три модели оценки ценности компании на развивающихся рынках капитала – модель остаточных прибылей (RIV), модель роста сверхприбыли (AEG) и модель свободного денежного потока (FCF) – для бразильских компаний. Модель остаточных прибылей обладает наибольшей объясняющей силой для выборки сделок на промежутке с 1995 по 1999 г., что указывает на преимущество балансовых показателей ценности компании перед рыночными.

Одним из первых исследований, в которых модель RIV была проанализирована для практического применения является [Dechow et al., 1999]. Сопоставив модель остаточной прибыли с другими известными моделями оценки стоимости компании, авторы высоко оценили её потенциал для последующих эмпирических исследований. Во-первых, модель создает базу для объединения предшествующих моделей оценки ценности компании, которые основаны на балансовой стоимости капитала, чистой прибыли и краткосрочных прогнозах чистой прибыли. Во-вторых, RIV показывает, что модели оценки ценности компании, фокусирующиеся на прогнозе будущих избыточных прибылей, не требуют прогнозирования периода будущих дивидендных выплат.

В работе [Guest et al., 2010] для анализа сделок слияний и поглощений используются методы событийного анализа, анализа финансовой отчетности и оценки связи совершаемых сделок с фундаментальной стоимостью компании на основе модели RIV. В выборку исследования включены 303 сделки M&A на территории Великобритании в период с 1985 по 1996г. Утверждается, что совершение сделок M&A с фундаментальной ценностью связано отрицательно, но в итоге результаты оказываются незначимыми. Находится расхождение с результатами связи сделок с финансовыми показателями компаний, которые оказываются положительно связанными и статистически значимыми. Эффект сделок на доходность акций отрицателен и статистически значим.

Если рассматривать теоретическую точку зрения, то эффект от сделок по слияниям и поглощениям может быть неоднозначным. Как было отмечено в первой главе исследования, поглотители при совершении сделки могут увеличивать рыночную силу, что может негативно отразиться на количестве и разнообразии предлагаемой продукции и позволит компании извлекать пользу из-за присвоения излишка потребителя. Увеличение рыночной силы также позволит снизить закупочные цены сырья. Такие изменения должны отражаться на фундаментальной ценности компании.

Альтернативно компания способна извлекать выгоду от экономии от масштаба деятельности и на разнообразии, а также приобретать технологические инновации путем приобретения активов. Так, в исследовании [Tsai, Wang, 2008] рассмотрен подход роста инновационной активности компании за счет осуществления стратегических приобретений. В работе рассмотрена 341 тайваньская компания-производитель электроники на промежутке 1998-2002. При помощи МНК исследователями не было получено значимого свидетельства о положительной связи таких приобретений с результативностью компаний. Однако, была отмечена положительная взаимосвязь таких сделок с результативностью в случае с рассмотрением компаний, уровень внутренних вложений в исследования и разработки которых был высок.

Исследование [[Siegel](https://scholar.google.ru/citations?user=mpaVyFgAAAAJ&hl=ru&oi=sra) and [Simons](https://scholar.google.ru/citations?user=xBRXFggAAAAJ&hl=ru&oi=sra), 2010] подтверждает теоретический взгляд на то, что компания способна увеличить показатели загрузки мощностей и снижать общие затраты благодаря снижению транзакционных издержек. В проведенном исследовании подтверждается, что совершение сделок M&A позволяет повысить продуктивность производственных компаний, в том числе за счет перераспределения трудовых ресурсов более эффективным образом. Подтверждение этому содержится в работе [Li,2013], которая представляет интерес с точки зрения рассмотрения создания ценности. С использованием данных, собранных по конкретным производственным точкам, исследователем был обнаружен прирост эффективности используемого труда и капитала. Компании-поглотители улучшают отдачу от инвестиций внутри компаний-целей путем переноса используемого капитала в отрасли с более высокими инвестиционными перспективами. Кроме прочего, после смены владельца приобретаемые компании не сталкиваются со снижающейся результативностью. Многие из работавших в компании сотрудников всех уровней руководства также продолжают работу и в новом предприятии. Тем не менее, стоит отметить, что тип сделки, её параметры и причины во многом формируют дальнейший спектр развития событий.

[Hayward, Hambrick, 1997] отмечают снижение фундаментальной ценности компании по окончании сделок слияний и поглощений. В представленной выборке из 106 компаний была найдена взаимосвязь между высокими выплачиваемыми надбавками со стороны компании-поглотителя и отличительными чертами менеджмента. Большую роль в данном исследовании занимает теория самоуверенности менеджеров, рассмотренная ранее в первой главе. В среднем, отмечено, что чем выше уровень самоуверенности менеджера, который исследователи разлагают на три фактора, использованных в тестируемой модели, тем большая премия будет уплачена при совершении сделки интеграционного типа.

Вследствие связи благосостояния менеджеров с ценностью управляемой компании, часто принимаются решения с использованием логики избегания риска. Поглощения компаний в смежных или не связанных отраслях рассматривается как диверсификация портфолио активов, которая повышает финансовую устойчивость компании. В работе [Shleifer, Vishny 1989] проиллюстрировано поведение менеджеров по совершению определенных сделок поглощения с целью снижения вероятности своего ухода из компании. Также, представленная в исследовании модель «окапывания» позволяет проследить желание менеджмента в получении власти над конструированием стратегических планов компании.

Резюмируя вышесказанное, проведенный в первой главе анализ мотивов к совершению сделок слияний и поглощений показал, что чаще всего компании стремятся к созданию дополнительной ценности при проведении сделок интеграционного типа, что приводит к мысли о том, что есть смысл исследования наличия созданной ценности для компании-приобретателя после совершения сделки по слияниям и поглощениям. Для осуществления проверки наличия дополнительной ценности в предыдущих разделах текущей главы был рассмотрен инструментарий оценивания фундаментальной ценности. Теоретически предполагается, что компания должна осуществлять только действительно выгодные и приносящие ценность сделки. Таким образом первая гипотеза текущего исследования для сделок компаний российского рынка будет сформулирована следующим образом:

***Гипотеза 1.*** *Проведение сделки по слияниям и поглощениям создает фундаментальную ценность для компании-приобретателя на российском рынке*

Для проверки данной гипотезы используется сравнение фундаментальной ценности компании при помощи модели остаточной прибыли до и после совершения сделки M&A.

**Эффект от совершения сделки международной направленности**

При сравнении эффектов от сделок интеграционного типа внутри страны и международных приобретений, важно отметить возможную неоднозначность различий в сделках этих двух типов, проанализированную в первой главе исследования. В работе [Bertrand, Capron 2015] отмечается повышение ценности в компаниях исследуемой французской выборки за счет увеличения выручки от повышения продуктивности домашних компаний при совершении сделок M&A транснационального типа. Отдельно отмечается, что важным условием получения выгод от сделок такого типа является доступ к получению новых знаний благодаря совершаемым инвестициям, а также выдвигается предположение о дополняющем эффекте двух типов сделок, каждый из которых положительно связан с улучшением функционирования компании.

Тем не менее, при совершении поглощений иностранных компаний может произойти ситуация, когда трудности интеграции деятельности окажутся выше получаемых выгод в виде доступа к рынку и новым технологиям, что может негативно сказаться на фундаментальной стоимости компании-поглотителя. При расширении границ деятельности компании сталкиваются с возрастающей сложностью при координации процессов функционирования [Hannan and Freeman, 1984]. Для компаний из развивающихся стран и стран с переходным типом экономики, к которым может быть отнесена Россия, помимо прочего встает вопрос о приобретении репутации, а также решение правовых вопросов при совершении приобретений в странах с развитой экономикой, поскольку нормативная база страны базирования компании не развита в достаточной степени, кроме этого может быть обнаружен недостаток квалифицированной рабочей силы. Таким образом, для стран, которые не относятся к развитым экономикам, осуществление таких сделок будет, вероятно, более трудным [Betton et.al, 2008].

Стоит отметить, что теоретическая база не предоставляет однозначного направления эффекта интернациональных сделок M&A для поглощающей компании. Однако видится, что данная характеристика имеет место при определении эффекта от совершения сделки.

***Гипотеза 2.*** *Существует различие в изменении фундаментальной ценности у компаний, прибегающих к международным сделкам по слияниям и поглощениям, и у компаний, прибегающих к таким сделкам внутри страны.*

**Эффект от способа оплаты сделки M&A**

Другим набором характеристик сделки является способ оплаты совершаемой транзакции. В исследовании [Martin, 1996] рассмотрены мотивы использования того или иного метода оплаты сделки. Результаты работы склоняют к выводу о том, что при наличии ожиданий дальнейшего быстрого роста компании-поглотителя делается выбор в сторону финансирования сделки путем выпуска акций. Однако при увеличении доступности денежных средств компании начинают предпочитать этот метод оплаты. А также признана более частая оплата сделок акциями при высоких текущих темпах роста компании-поглотителя. В выборке из 3667 сделок периода 1997-2000 годов [Faccio, Masulis, 2005] на европейском рынке отмечается высокая склонность к использованию денежных средств при наличии 20-60%-ого пакета акций компании-поглотителя у главного акционера. Еще большая мотивация в таких действиях выражена в случаях, когда объем голосующих акций владельца компании-поглотителя находятся под угрозой потери доли абсолютного большинства. Значимыми факторами при выборе модели оплаты являются динамика цен акций в промежутке до совершения сделки, показатель отношения рыночной стоимости к балансовой, а также размер активов компании-поглотителя. Таким образом, выдвигается следующая гипотеза о выбираемом компанией-поглотителем способе оплаты сделки:

***Гипотеза 3.*** *Способ оплаты сделки взаимосвязан с изменением фундаментальной ценности компании-поглотителя*

**Эффект от направления интеграции при совершении M&A**

Одним из знаковых характеристик сделок по слияниям и поглощениям, которые потенциально могут быть взаимосвязанными с фундаментальной ценностью компании-поглотителя является направление интеграции, которое может быть выражено следующими типами: горизонтальная интеграция, вертикальная интеграция, диверсификация (сделка конгломератного типа). Те или иные мотивы, а также потенциальные выгоды от каждого из этих видов сделки были подробно разобраны в первой главе настоящего исследования.

Операционная синергия является одним из важных мотивов для совершения сделки интеграционного типа. Такой тип синергии достигается за счет аккумулирования активов высокоспециализированного назначения на всех этапах производства. Таким образом компании удается решить «проблему заложника» при высоком уровне зависимости от поставщика уникального ресурса, который мог иметь большую силу в определении цены на свою продукцию [Erel et al., 2012]. Такая вертикальная интеграция всех звеньев цепочки может позволить компании развить новые компетенции, а также осуществлять атакующую стратегию за счет повышенного контроля цепочки ценностей и более конкурентоспособного положения в связи со сниженными транзакционными издержками между звеньями цепи.

Но компании также бывают склонны к совершению сделок, которые бы диверсифицировали их деятельность, выкупая компании в смежных или же слабо связанных отраслях экономики [Laamanen and Keil, 2008]. В таких сделках компании ищут контрциклические выгоды, рост за счет более перспективной стадии развития отрасли. При совершении сделки внутри отрасли компания обычно стремится увеличить свою рыночную силу [Goltsblat, 2010].

С другой стороны, при совершении самого популярного типа сделок, горизонтальных слияний, могут быть выявлены трудности. Одной из таких трудностей является недостаточная компетентность менеджмента для эффективного управления бизнес-единицей, что не позволит до конца реализовать потенциальные выгоды от сделки [Radygin, 2010]. Различия в организационных структурах, которые отмечены как значительный камень преткновения [Megginson and Netter, 2001], могут служить большой проблемой, которая не позволяет в должной мере эффективно интегрировать деятельность приобретенной компании в уже существующие бизнес-процессы. Такие факторы негативно сказываются на фундаментальной ценности компании-поглотителя.

***Гипотеза 4.*** *Характер интеграции взаимосвязан с изменением фундаментальной стоимости компании-**покупателя.*

**Отраслевая принадлежность и изменение фундаментальной ценности**

Иной характеристикой, которая может иметь значительную роль при совершении сделок интеграционного типа является отрасль, в которой функционирует компания. Причиной такого различия может быть набор обстоятельств: разница в структуре активов, длина операционных циклов, развитость отрасли и структура экономики страны функционирования компании. В отчете KPMG отмечается окончание тренда на рост стоимости сделок по слияниям и поглощениям в нефтегазовом секторе, но несмотря на это, сделки этого сегмента все еще существенно превышают по ценности остальные отрасли российской экономики [КМПГ, 2015]. Объяснением такой ситуации является наличие свободных денежных средств от продаж нефти и газа, которые впоследствии используются для достижения модели вертикально-интегрированной компании, которая предполагается технологическим процессом отрасли. Согласно данной модели, компания должна включать в себя всю цепочку создания ценности. Такое стремление предполагает объединение компаний на разных стадиях цепочки, что может быть осуществлено посредством проведения сделок M&A [Bertrand and Betschinger, 2011]. Однако здесь, так же, как и при рассмотрении предыдущих характеристик, компания сталкивается со сложностью в оценке компании-цели в связи с высокой специфичностью активов. При неправильной оценке и завышенных премиях результат совершения сделки приведет к снижению фундаментальной стоимости компании и снижению результативности объединенной компании [Bridge 2008].

В исследовании [Mantravadi, Reddy, 2008] выделена важность отраслевой принадлежности для индийских компаний при определении успешности проведения сделок M&A. При этом различия в результативности таких сделок отмечены для банковской отрасли. Проанализированная работа [Tsai, Wang, 2008] при изучении 341 тайваньской компании не подтвердила положительную связь между изменением результативности компании и совершением сделки M&A, однако для технологических компаний с высокими затратами на R&D такая взаимосвязь была определена. Из отмеченного следует, что компании различных отраслей могут по-разному переносить сделки по слияниям и поглощениям ввиду различной специфики бизнеса, длины бизнес-циклов, а также структуры активов, что приводит к следующей гипотезе:

***Гипотеза 5.*** *Отраслевая принадлежность компании взаимосвязана с изменением фундаментальной стоимости компании-приобретателя.*

## Выводы по второй главе

Таким образом, в данной главе были рассмотрены подходы к оцениванию компаний, а затем были проанализированы сравнены наиболее используемые в исследованиях модели оценки фундаментальной ценности акционерного капитала компании, и был совершен выбор модели для проведения текущего исследования. Стоить отметить, что все рассмотренные на втором шаге методы относились исключительно к доходному подходу оценивания. Впоследствии представлен анализ современных исследований, которые освещают сделки слияний и поглощений на различных рынках, их результативность и фундаментальную ценность компаний. На основе проведенного анализа далее последовательно выдвинуты гипотезы текущего исследования.

# Глава 3. Эмпирическое исследование взаимосвязи изменения фундаментальной ценности компаний и характеристик сделок по слияниям и поглощениям

В предыдущих главах был произведен анализ российских и зарубежных исследователей, а также зарубежной литературы, статистических данных и отчетов о тенденциях развития отрасли, которые касались проблемы нахождения фундаментальной ценности компании, а также нахождению взаимосвязи между фундаментальной ценностью компании поглотителя и характеристиками совершаемых сделок слияний и поглощений.

Проведение в текущей работе эконометрического исследования включает в себя следующие шаги:

1. Нахождение изменения фундаментальной стоимости российских компаний-поглотителей, совершающих сделки на рассматриваемом временном промежутке
2. Построение и анализ базовой регрессионной модели, которая описывает зависимость изменения фундаментальной стоимости компании от экономически обоснованных характеристик
3. Добавление к базовой модели переменных, которые являются характеристиками, проверяющими гипотезы текущего исследования.

## 3.1. Методология исследования и формирование выборки

C целью определения изменения ценности компании-поглотителя после совершения сделки по слияниям и поглощениям осуществляется измерение фундаментальной ценности компании до и после совершаемой сделки. Если действительно имеется факт создания ценности, то ценность после совершения сделки будет выше ожидаемой. В качестве модели оценивания была выбрана модель остаточной прибыли, предложенная [Ohlson, 1995], а далее модифицированная в исследовании [Guest et al, 2010]. Фундаментальная ценность компании в такой модели является суммой балансовой ценности собственного капитала на момент совершения оценки и дисконтированных потоков остаточных прибылей.

Фундаментальная ценность при расчете по такой модели основана на трёх предположениях [Guest et al, 2010]:

1. Фундаментальная ценность равна бесконечному потоку дивидендных выплат:

$V\_{t}=\sum\_{i=1}^{\infty }\frac{E\_{t}[D\_{t+i}]}{(1+r\_{e})^{i}}$, (14)

где:

$V\_{t}$ — фундаментальная оценка акции на момент времени t;

$E\_{t}[]$ — ожидание, основанное на доступной в момент t информации;

$D\_{t+i}$ — дивиденды, выплачиваемые в момент t+i;

$r\_{e}$ — стоимость привлечения собственного капитала.

1. Изменения в балансовой стоимости собственного капитала заданы следующим уравнением:

$B\_{t}= B\_{t-1}+ NI\_{t}- D\_{t}$, (15)

где:

Bt, Bt-1 — балансовая стоимость собственного капитала в моменты t и t-1;

NI*t* — чистая прибыль в момент t;

Dt —дивидендные выплаты в момент t.

Объединяя (14) и (15) формулы и выражая дивидендные выплаты через будущие прибыли и балансовую стоимость собственного капитала, получается следующее уравнение нахождения фундаментальной ценности:

$V\_{t}= B\_{t}+ \sum\_{i=1}^{\infty }\frac{E\_{t}\left[NI\_{t+1}- r\_{e}×B\_{t+i-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{i}}-\frac{E\_{t}\left[B\_{t+\infty }\right]}{\left[1+r\_{e}\right]^{\infty }}$, (16)

1. Последняя часть в уравнении (15) приравнивается к нулю:

 $V\_{t}= B\_{t}+ \sum\_{i=1}^{\infty }\frac{E\_{t}\left[NI\_{t+1}- r\_{e}×B\_{t+i-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{i}},$ (17)

Для дальнейшего практического использования вводится предположение о конечной терминальной стоимости, что модифицирует модель, приводя её к следующему виду [Guest et al, 2010]:

 $V\_{t}= B\_{t}+ \sum\_{i=1}^{\infty }\frac{E\_{t}\left[NI\_{t+1}- r\_{e}×B\_{t+i-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{i}}+\frac{E\_{t+T}\left[NI\_{t+T}-r\_{e}×B\_{t+T-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{i+T-1}×r\_{e}},$ (18)

Третье слагаемой полученного уравнения (18) представляет собой терминальную ценность, которая рассчитывается как сумма остаточных прибылей на временном промежутке t+T, которые дисконтированы на бесконечности в предположении об отсутствии дальнейшего роста балансовой ценности капитала после периода T.

При оценке взаимосвязи совершения сделки слияния и поглощения и изменения фундаментальной стоимости используется прогнозный период в четыре отчетных года после совершения сделки, что соответствует обычно используемому подходу в исследованиях на основе финансовых отчетностей [Григорьева, Троицкий, 2012]:

$V\_{t}= B\_{t}+ \sum\_{i=1}^{T}\frac{E\_{t}\left[NI\_{t+i}-r\_{e}×B\_{t+i-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{i}}+\frac{E\_{t+T}\left[NI\_{t+T}-r\_{e}×B\_{t+T-1}\right]}{\left(1+r\_{e}\right)^{t+T-1}×r\_{e}},$ (19)

С целью получения оценки ценности компании после совершения сделки уравнение (19) было модифицировано следующим образом:

$V\_{post}= B\_{-1}+\frac{NI\_{0}-r\_{e}×B\_{-1}}{\left(1+r\_{e}\right)}+\frac{NI\_{1}-r\_{e}×B\_{0}}{\left(1+r\_{e}\right)^{2}}+\frac{NI\_{2}-r\_{e}×B\_{1}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}}+\frac{NI\_{3}-r\_{e}×B\_{2}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}×r\_{e}}$, (20)

Первое слагаемое отражает балансовую ценность капитала компании за год до совершения сделки (период -1), то есть в последний период перед совершением сделки. Следующие три слагаемых представляют собой остаточные прибыли на момент 0, 1 и 2. Последнее слагаемое отражает терминальную стоимость остаточной прибыли года 3, дисконтированную на бесконечности.

Так как часто компании используют метод выпуска новых акций для финансирования сделок слияний и поглощений, следует рассматривать на абсолютный прирост всей фундаментальной ценности компании, а использовать рассмотрение взаимосвязи сделки с фундаментальной ценностью на акцию [Penman, 2007]. C этой целью каждое слагаемое последовательно делится на число акций:

$V\_{post}= BPS\_{-1}+\frac{EPS\_{0}-r\_{e}×BPS\_{-1}}{\left(1+r\_{e}\right)}+\frac{EPS\_{1}-r\_{e}×BPS\_{0}}{\left(1+r\_{e}\right)^{2}}+\frac{EPS\_{2}-r\_{e}×BPS\_{1}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}}+\frac{EPS\_{3}-r\_{e}×BPS\_{2}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}×r\_{e}}$ , (21)

В периоде 0 могут возникать так называемые «шумы прироста» [Guest et al, 2010], в случае совершения оплаты сделки денежными средствами при дополнительной эмиссии, которая приводит к увеличению балансовой стоимости компании-поглотителя. Такие шумы увеличивают балансовую ценность собственного капитала, но не отражаются в отчете о финансовых результатах в нулевом периоде. Для смягчения такой ситуации слагаемые балансовой ценности капитала в периоде -1 и остаточная прибыль нулевого периода заменяются балансовой стоимостью и дивидендами нулевого периода [Penman, 2007]:

$V\_{post}= \frac{DPS\_{0}}{\left(1+r\_{e}\right)}+\frac{BPS\_{0}}{\left(1+r\_{e}\right)^{2}}+\frac{EPS\_{1}-r\_{e}×BPS\_{0}}{\left(1+r\_{e}\right)^{2}}+\frac{EPS\_{2}-r\_{e}×BPS\_{1}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}}+\frac{EPS\_{3}-r\_{e}×BPS\_{2}}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}×r\_{e}}$ , (22)

При расчете ожидаемой фундаментальной ценности для периода до совершения сделки происходит с использованием уравнения (22), но для периода -1 [Guest et al, 2010]. При этом в расчет не включаются информация о потенциально совершаемой в будущем сделке:

$V\_{pre}= \frac{E\_{-1}\left(DPS\_{0}\right)}{\left(1+r\_{e}\right)}+\frac{E\_{-1}\left(BPS\_{0}\right)}{\left(1+r\_{e}\right)}+\frac{E\_{-1}\left(EPS\_{1}-r\_{e}×BPS\_{0}\right)}{\left(1+r\_{e}\right)^{2}}+\frac{E\_{-1}\left(EPS\_{2}-r\_{e}×BPS\_{1}\right)}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}}+\frac{E\_{-1}\left(EPS\_{3}-r\_{e}×BPS\_{2}\right)}{\left(1+r\_{e}\right)^{3}×r\_{e}}$ , (23)

Сравнение двух получившихся оценок фундаментальной ценности позволяет оценить наличие или отсутствие создания ценности. При отрицательном значении подразумевается, что происходит разрушение ценности:

$∆V= V\_{post}-V\_{pre}, $ (24)

C целью получения сопоставимости оценок для компаний разного размера в работе [Morton, Neil, 2000] предложено использование относительного показателя прироста ценности компании:

$\%∆V= \frac{\left(V\_{post}-V\_{pre}\right)}{V\_{pre}}$, (25)

Для практического использования модели будут использованы следующие предпосылки:

При проведении оценки ценности компании до совершения сделки производится вычисление будущих прибылей на акцию (EPS) при помощи умножения прогнозного значения рентабельности собственного капитала на предсказанное значение балансовой ценности капитала на акцию (BPS) для начала года каждого будущего периода. Значение рентабельности собственного капитала представляет собой среднее значение для периодов с -6 по -1. Коридор для определения среднего значения рентабельности был расширен по сравнению с ранее проводившимися исследованиями по модели RIV [Frankel, Lee, 1998; Guest et al., 2010], но при этом не теряет общей согласованности с исследованиями в своей сути.

В качестве балансовой ценности капитала на акцию для периода 0 используется значение балансовой стоимости на акцию периода -1, который увеличивается на прогнозное значение будущих прибылей на акцию собственного капитала в период 0, а далее значение уменьшается на прогнозный размер выплачиваемых дивидендов на акцию в период 0. При расчете балансовой ценности капитала следующего периода используется значение периода 0, которое далее корректируется на те же размеры предсказанных будущих прибылей на акцию и дивидендных выплат для года 1. Такая же процедура повторяется при вычислении значений балансовой ценности капитала для периодов 2 и 3.

При расчете прогнозных значений дивидендных выплат (DPS) также использовалось среднее значение для периодов с -6 по -1. Если компания в одном или нескольких периодах получала убытки, то такой период не использовался в расчетах.

Расчет ставки стоимости капитала был произведен при помощи построения модели CAPM, при этом ставка изменяется во времени. При построении модели CAPM для получения значений Бета-коэффициентов были использованы данные базы Thomson Reuters Eikon, а для компаний, по которым не удалось найти значений было принято решение о использовании отраслевого чистого Бета-коэффициента капитала из баз данных Damodaran Online, которые рассчитывались для компаний Американского рынка. Возможность такого подхода отражена в исследовании [Лысенко, 2013]. В качестве доходности рынка была взята историческая ставка геометрической средней доходности российского рынка в размере 17% на основе индекса ММВБ. А в качестве безрисковой ставки на каждый момент использованы значения доходности 10-летних облигаций федерального займа. При оценке фундаментальной ценности компании до совершения сделки используется ставка дисконтирования, относящаяся к периоду -1, в то время как для расчёта фундаментальной стоимости компании после сделки берется среднее значение ставок с нулевого по третий период.

В случае получения отрицательных значений фундаментальной ценности они заменяются на нулевое значение, поскольку в долгосрочной перспективе менеджмент не должен принимать решений об инвестировании в заведомо убыточные проекты.

Для проведения исследования были собраны данные по сделкам слияний и поглощений, где компании-поглотители являлись российскими компаниями. Для сбора данных была использована база данных Zephyr, а также данные баз СКРИН и СПАРК. Для нахождения финансовых показателей компаний был использован сервис Thomson Reuters Datasrteam и финансовая отчетность некоторых из анализируемых компаний. Для включения в выборку были выбраны сделки, завершенные с января 2009 по конец декабря 2016 года. Выбранный промежуток времени включает период с момента окончания последней большой исторической мировой волны слияний и поглощений, пик которой пришелся на 2007 год, по последний момент, на который представлялась возможность собрать данные для исследования без потери информации при прогнозировании фундаментальной ценности компании по модели остаточных прибылей.

Следующие дополнительные критерии были применены для осуществления формирования выборки:

1. Приобретающая компания должна иметь публичную форму. Акции компании должны быть торгующимися на фондовой бирже.
2. Сделки должны были иметь статус завершенных
3. Минимальная стоимость сделки была установлена в размере 30 млн. евро

В течение выбранного промежутка времени компаниями было произведено 408 сделок, которые бы удовлетворяли критериям исследования. По причине отсутствия необходимых данных размер выборки впоследствии был сокращен до 239 сделок, из которых 11 имели значения изучаемых переменных, не попадающих в общее распределение, из-за чего выборка была сокращена до 228 сделок. В ходе анализа выборки были также вычислены группы сделок, которые совершались компаниями на коротком промежутке времени, что могло привести к смещенным результатам, поэтому такие сделки были также объединены и рассматривались как одна сделка в случае совпадения всех характеристик, кроме стоимости. Результирующая выборка состоит из 193 сделок.

Таблица 4. Качественные и количественные характеристики изучаемых сделок

|  |  |
| --- | --- |
| **Характеристика** | **Значение** |
| Направленность сделки (в % от общего количества) |  |
| — внутренние сделки | 77,4 |
| — международные сделки | 22,6 |
| Год осуществления сделки (в % от общего количества) |  |
| — 2009 | 14,9 |
| — 2010 | 13,9 |
| — 2011 | 18 |
| — 2012 | 10,4 |
| — 2013  | 15,5 |
| — 2014 | 13,4 |
| — 2015 | 7,7 |
| — 2016 | 6,2 |
| Тип интеграции (в % от общего количества) |  |
| — поглощение | 63,6 |
| — приобретение миноритарного пакета акций | 19 |
| — увеличение капитала в компании-цели | 12,3 |
| — другие | 5,1 |
| Способ оплаты сделки (в % от общего количества) |  |
| — денежные средства | 33,3 |
| — акции | 8,2 |
| — отсроченный платеж | 3 |
| — денежные средства от выпуска конвертируемого долга | 9,7 |
| — другие | 45,8 |
| Отрасль компании-поглотителя (в % от общего количества) |  |
| — финансовый сектор | 20 |
| — нефтегазовая промышленность | 27,2 |
| — телекоммуникации | 24,1 |
| — недвижимость | 1,5 |
| — металлургия | 10,3 |
| — энергетика | 11,3 |
| — другие | 5,6 |
| Средние значения по стоимостным показателям сделок |  |
| — средняя стоимость сделки, млн евро | 870 |
| — средняя стоимость компании-цели, млн евро | 3245 |
| — средняя приобретенная доля, % | 53 |
| — средняя величина премии за поглощение, млн евро | 4,5 |

Для российского рынка характерно проведение сделок внутри страны, что соответствует общемировым тенденциям. При рассмотрении периодов, в которых происходили сделки слияний и поглощений, которые были включены в исследование важно отметить, что в 2015 и в 2016 годах количество сделок, удовлетворяющих условиям формирования выборки, снизилось. В качестве наиболее популярного типа совершения сделок, отраженного в вышестоящей таблице, стоит отметить сделки поглощений. Российские компании-поглотители склонны к оплате сделок с использованием денежных средств. На российском рынке капитала также популярны способы оплаты, которые комбинируют в себе несколько типов, что обуславливает большой процент сделок, относящихся к категории другое в рамках характеристики способа оплаты. Отраслевое представление компаний разнообразно, но нефтегазовая отрасль продолжает быть здесь неоспоримым лидером. Иной крупной отраслью является телекоммуникационная. Среднее значение сделки, совершаемой российской компанией, составляет 87 миллионов евро.

Далее представлена дополнительная информация по основным отраслевым подвыборкам сделок, изучаемых в исследовании:

Таблица 5. Характеристика отраслевых подвыборок сделок

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Характеристика | Финансовый Сектор(38 сделок) | Нефтегазовая промышленность (51 сделка) | Телекоммуникации (46 сделок) | Металлургия(19 сделок) | Энергетика(20 сделок) |
| Год осуществления сделки (в % от общего количества сделок отрасли) |
| 2009 | 11 | 22 | 15 | 21 | 0 |
| 2010 | 18 | 12 | 22 | 16 | 10 |
| 2011 | 24 | 14 | 13 | 26 | 25 |
| 2012 | 13 | 2 | 7 | 11 | 25 |
| 2013 | 11 | 16 | 20 | 21 | 10 |
| 2014 | 11 | 16 | 13 | 0 | 30 |
| 2015 | 8 | 10 | 7 | 5 | 0 |
| 2016 | 5 | 10 | 4 | 6 | 0 |
| Способ оплаты (в % от о количества сделок отрасли) |
| Акции | 0 | 0 | 11 | 0 | 35 |
| Денежные средства  | 31,6 | 27,5 | 39 | 47 | 20 |
| Тип интеграции (в % от о количества сделок отрасли) |
| Диверсификация | 39 | 24 | 46 | 0 | 15 |
| Горизонтальная интеграция | 47 | 35 | 48 | 95 | 85 |
| Вертикальная интеграция  | 14 | 41 | 6 | 5 | 0 |
| Средняя стоимость сделки, млн евро | 649 | 1811 | 431 | 775 | 325 |
| Средняя приобретенная доля, % | 42 | 48 | 67 | 45 | 56 |
| Средняя величина премии за поглощение, млн евро | 4,01 | 6,1 | 2,7 | 8 | 3 |

В таблицу (5) были включены сделки отраслей, доля которых превышала 10% в изучаемой основной выборке. Можно заметить, что существую значительные различия между отраслями. В особенности ярко выражено отличие в размере сделок. Средний размер сделок в нефтегазовой отрасли практически в шесть раз превышает тот же показатель энергетической отрасли. В отрасли металлургии отмечаются наивысшие размеры премий за поглощение как по отношению к среднему размеру сделки, так и в абсолютных значениях по отношению к другим отраслям. Диверсификация как тип интеграции наиболее характерен для отрасли телекоммуникаций. Компании из отрасли металлургии же не прибегают к такому виду интеграции. А также стоить отметить, что общая тенденция снижения количества сделок в 2015 и 2016 годах повторяется и для каждой из отраслей по отдельности. Тем не менее нефтегазовая отрасль показывает меньшее снижение количества сделок по сравнению с другими отраслями.

## Эконометрический анализ

Следующая таблица представляет собой результат проведенного оценивания изменения фундаментальной ценности компании-поглотителя после совершения сделки слияний и поглощений:

Таблица 6. Результаты оценки связи сделки M&A с фундаментальной ценностью

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Год** | **Общее количество сделок** | **Сделки с положительным значением ΔV** | **Сделки с отрицательным значением ΔV** |
| 2009 | 29 | 24 | 5 |
| 2010 | 27 | 23 | 4 |
| 2011 | 35 | 30 | 5 |
| 2012 | 20 | 17 | 3 |
| 2013 | 30 | 15 | 15 |
| 2014 | 25 | 20 | 5 |
| 2015 | 15 | 13 | 2 |
| 2016 | 12 | 5 | 7 |

Отраженные в вышестоящей таблице значения свидетельствуют о создании фундаментальной ценности на акцию компаний при использовании расчета фундаментальной ценности компании по модели остаточных прибылей в 76% случаях, что, в целом, является положительным сигналом для российского рынка. Для значений фундаментальной ценности был рассчитан t-критерий Стьюдента и среднее в размере 283. Результаты проверки статистических гипотез подтверждают различия в средних значениях переменных, что указывает на наличие связи между фактом совершения сделки и изменением фундаментальной ценности. Среднее значение изменения фундаментальной ценности компании для исследуемой выборки составило 10,4%. Значительная доля сделок, которые приводят к разрушению стоимости представлены сделками ПАО Банк «ВТБ» и ПАО АФК «Система». В случае с «ВТБ» можно отметить, что банк с течением времени все больше наращивает свое присутствие в непрофильных активах разного вида, что может приводить к усложнению получения высоких прибылей в связи с разнонаправленностью деятельности приобретаемых активов. Для «ВТБ» в рассматриваемом промежутке характерно вхождение в активы холдинга Tele-2 Россия, московского завода Кристалл, приобретение части строительно-девелоперских компаний «ПИК» и «Галс-Девелопмент».

Для оценки взаимосвязи изменения фундаментальной ценности с конкретными характеристиками далее использована оценка при помощи метода наименьших квадратов линейного уравнения регрессии. В качестве зависимой переменной используется относительный прирост фундаментальной ценности для возможности сопоставления компаний различного размера, что было бы сложно в случае с абсолютными изменениями:

$DValuePerc= βX\_{i}+ε\_{i}, $ (26)

где

$DValuePerc —относительное изменение фундаментальной стоимости компании$;

$β$ — вектор параметров;

$X\_{i}$— вектор независимых переменных, который отражает характеристики i-ой сделки;

$ε\_{i} —$ ошибка модели.

Полный перечень регрессоров был отобран для решения задач, отраженных в гипотезах исследования, а также на основе исследований [Mantravadi, Reddy, 2008] и [Лузина, Рогова, 2015] были взяты дополнительные характеристики.

Таблица 7. Перечень переменных и их характеристики

|  |  |
| --- | --- |
| **Название переменной** | **Описание** |
| **Зависимая переменная** |
| DVALUEPERC | $Процентный прирост ценности для каждой компании-поглотителя:$ $\%∆V= \frac{\left(V\_{post}-V\_{pre}\right)}{V\_{pre}}$ |
| EFF | Эффект связи сделки слияния и поглощения с созданием или разрушением фундаментальной ценности на акцию компании-поглотителя: 1 при увеличении фундаментальной стоимости. Альтернативно 0. |
| **Регрессоры** |
| ACQCAPLOG | Рыночная капитализация компании-поглотителя до сделки, натуральный логарифм |
| DVALUELOG | Размер совершаемой сделки, натуральный логарифм |
| MODFEELOG | Размер выплачиваемой премии, натуральный логарифм |
| **Бинарные переменные** |
| INTERNAT | Совершение международной сделки  |
| INDBANK | Финансовая отрасль |
| INDCHEMICALS | Химическая промышленность |
| INDCONSTRUCTESTATE | Строительство и недвижимость |
| INDENERGYPROD | Энергетика и производство энергии |
| INDMACHINERY | Машиностроение |
| INDSERVICE | Торговля и услуги  |
| INDOIL | Нефтегазовая промышленность |
| INDTELECOM | Телекоммуникации и связь |
| PAYMCASH | Оплата денежными средствами |
| PAYMDEBT | Оплата денежными средствами от выпуска конвертируемого долга |
| PAYMSTOCK | Оплата акциями |
| DKINDDIVERS | Диверсификация деятельности |
| DKINDVERTIC | Вертикальная интеграция |
| DKINDHORIZONTAL | Горизонтальная интеграция |

Для начала была составлена базовая модель, которая используется в прошлых исследованиях по теме и имеет экономическую суть. В качестве контрольных переменных, выступающих детерминантами финансово-экономического положения компании при совершении сделок по слияниям и поглощениям, в обеих моделях выбраны размер выплачиваемой премии и стоимость проведения сделки, которые, как предполагалось, должны быть негативно связаны с увеличением фундаментальной ценности компании. Причиной этому следующие факты: при совершении сделки компания, заплатившая большие премии за акции компании-цели, одновременно теряет другие инвестиционные возможности, что снижает её потенциал роста и развития, а также увеличенная премия за акции компании делает приобретение менее выгодным.

Размер же сделки прямо пропорционален размеру приобретаемых активов. Чем больше приобретаемые активы, тем сложнее компании-поглотителю встроить их в текущие бизнес-процессы, что вызывает проблемы интеграции и координации. Интеграция компании-цели — это сложный процесс с неоднозначным исходом.

С другой стороны, капитализация компании-цели находится в положительной связи с фундаментальной ценностью компании, а значит, и изменения капитализации при совершении сделок слияний и поглощений должны советовать изменениям фундаментальной ценности.

При предварительных тестах и попытках построения модели на основе предыдущих исследований были совершены попытки включения переменной, отражающей стоимость приобретаемо компании, однако такая переменная оказалась высоко коррелирована со значениями размера совершаемой сделки, что не позволило использовать её в указанной модели. И, таким образом, базовая модель отражена следующим уравнением:

$DVALUEPERC\_{i}= β\_{0}+ β\_{1} × ACQCAPLOG+β\_{2} × DVALUELOG+ β\_{3} × MODFEELOG+ε\_{i},$ (27)

где

$β\_{k}$ — неизвестный параметр ($k=0, …, 3$);

$ε\_{i}$ — случайная величина

Уже на первых шагах тестирования расширенной модели стало очевидно, что переменная, отвечающая за проверку второй гипотезы исследования о совершении международных сделок слияния и поглощения, не может быть включена в модель, поскольку её значения не являлись адекватными и значимыми, посему в рамках данной работы стоит говорить об отсутствии отличий в изменении фундаментальной ценности компании в международных и внутрироссийских сделках. Для проверки остальных гипотез исследования расширенное регрессионное уравнение сконструировано следующим образом:

$DVALUEPERC\_{i}= β\_{0}+ β\_{1} × ACQCAPLOG+β\_{2} × DVALUELOG+ β\_{3} × MODFEELOG+\vec{γ\_{1}} × \vec{IND}+\vec{γ\_{2}} × \vec{PAYM}+\vec{γ\_{3}} × \vec{DKIND}+ε\_{i}$*,* (28)

где

 $β\_{k}$ — неизвестный параметр ($k=0, …, 3$);

 $\vec{γ\_{m}}$ — вектор неизвестных параметров ($m=1, …, 3$);

$ε\_{i}$ — случайная величина

Бинарные переменные, отражающие тип интеграции, были сформированы следующим образом. В случае, если приобретаемая компания находилась в той же отрасли и на той же стадии производства, что и компания-поглотитель, сделки были характеризованы как транзакции горизонтальной интеграции. При совершении сделки компаний по приобретению активов компании, находящейся на одной из ступеней создания ценности, такая сделка характеризовалась как вертикальная интеграция. В случае же, если компания-поглотитель и компания-цель относились к разным отраслям, к примеру, при приобретении банковской группой девелоперской компании, такие сделки характеризовались как диверсификация.

Переменные, характеризующие способ оплаты сделки, были сконструированы следующим образом. В силу невозможности оценивания разнообразной группы сделок, оплачиваемых сразу несколькими способами, такая группа не изучалась в данном исследовании. В качестве интересующих характеристик были выбраны наиболее популярные способы оплаты компаниями на российском рынке. Кроме традиционной оплаты при помощи денежных средств и акций, около 9,7% сделок компании российской выборки осуществили при помощи денежных средств, полученных от выпуска конвертируемого долга. Соответственно, такая форма оплаты номинально может относится к денежным средствам. Однако так как используемые денежные средства не являются внутренними ресурсами компании, а также поскольку такая форма оплаты достаточно популярна среди компаний, было принято решение о выделении способа оплаты таких сделок в отдельную бинарную переменную оплаты денежными средствами от выпуска конвертируемого долга. В качестве базовой переменной характеристики типа оплаты сделок используются сделки, не относящиеся ни к одному из вышеотмеченных типов не смешанной оплаты.

## 3.3. Анализ результатов и выводы по работе

Результаты оценивания параметров базового уравнения склоняют в пользу использования выбранной модели. Перед проведением проверки гипотез о значимости параметров предложенная модель была проверена на наличие мультиколлинеарности с помощью VIF и гетероскедастичности с помощью тестов Уайта. Для всех регрессоров значения VIF оказались меньше 1,5, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности. Проводимые тесты на гетероскедастичность на уровне значимости 0,05 ее не выявили. Так как данные в выборке собраны на достаточно длительном временном промежутке, было принято решение о проведении анализа выборки путем её разделения на два временных интервала. Дальнейшее интервальное оценивание параметров модели и сравнение интервалов приводит к выводу о возможности использования таких данных в одном регрессионном уравнении. Проведенный анализ при помощи пакета Stata подробно представлен в приложениях к исследованию. Как отмечено ранее, в процессе первичного анализа рассматривались также и другие переменные в качестве базовых на основе предыдущих исследований. Однако в процессе их изучения была отмечена коррелированность переменных в модели, что подтолкнуло к исключению таких переменных. Из 20 представленных регрессоров при переходе к оцениванию длинного полного набора данных значимыми оказались лишь некоторые.

Таблица 8. Результаты оценивания модели линейной взаимосвязи при помощи МНК

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Коэффициент** | **Стандартная ошибка** | **t-статистика** | **P-значение** |
| ACQCAPLOG | 0,0842 | 0,0164 | 5,14 | 0,00\*\*\* |
| DVALUELOG | -0,0418 | 0,0178 | -2,35 | 0,02\*\* |
| MODFEELOG | -0,077 | 0,0267 | -2,89 | 0,004\*\*\* |
| INDSERVICE | -0,315 | 0,127 | -2,48 | 0,014\*\* |
| PAYMSTOC | 0,1648 | 0,0916 | 1,8 | 0,074\* |
| DKINDHORIZONTAL | -0.1092 | 0,0483 | -2,26 | 0,025\*\* |
| CONST | -0,0388 | 0,3676 | -0,11 | 0,916 |
| —————— | $$R^{2}$$ | **0,2922** | $$R^{2} скор.$$ | **0,2694** |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно

 Из группы характеристик, которые отражали бы отрасль сделки, значимым оказалась отрасль услуг и сервисов на 5% уровне. Бинарная переменная связана с изменением фундаментальной ценности. Знак при переменной означает, что в рамках рассматриваемой выборки сделки в отрасли торговли и услуг скорее разрушают фундаментальную ценность компании-приобретателя. Примерами таких сделок являются проведенные сделки ПАО «Аптечная сеть "36,6"» по покупке аптек под премиальным брендом A.V.E, впоследствии приведшие к распродаже основных активов компании крупнейшими акционерами в начале 2018 года, которые, однако, оставили в своем контроле именно эту премиальную часть бизнеса. Вторым примером может служить покупка ГК «Дикси» другой сети «Виктория». Первоочередной задачей этой сделки являлся именно экстенсивный рост, приводящий к консолидации рынка. В процессе сделки не вся часть точек сети Виктория удовлетворила условиям типа магазинов Дикси, поэтому эту достаточно значительную часть сети было решено оставить под прежним брендом, что лишь привело к дроблению и невозможности развития единого бренда внутри компании.

Для группы характеристик, связанных с оплатой сделки, оказалась значима переменная оплаты сделки при помощи акций на 10% уровне с положительным коэффициентом при переменной. Таким образом, оплачивая сделку при помощи акций, компании текущей выборки в среднем обеспечивают рост фундаментальной ценности компании-поглотителя. На российском рынке такой способ оплаты часто выбирается компаниями, осуществляющими консолидацию отрасли, которая ранее была раздроблена. В частности, к таким сделкам прибегает электроэнергетическая компания «Т Плюс», ранее именуемая как «Волжская ТГК», при присоединении других территориальных генерирующих компаний. В итоге проведенных сделок за прошедшие годы сложилась крупнейшая частная компания на российском рынке электроэнергетики и теплоснабжения на базе менее крупных предприятий. Другой крупной компанией, прибегающей к схеме оплаты сделки акциями является телекоммуникационный гигант «Ростелеком», который осуществил приобретения межрегиональных компаний связи (МРК) Москвы и Сибири, Урала, Северо-Западного региона, Дальневосточного региона, и других территорий. Впоследствии компанией было осуществлено поглощение компании «Связьинвест», которая контролировала большую часть телекоммуникационных компаний на территории России. Для обоих случаев можно отметить, что тип оплаты акциями на российском рынке характерен при осуществлении консолидации всего рынка в руках крупных компаний.

Из характеристик типа интеграции компаний переменная, относящаяся к горизонтальной интеграции, оказалась значима на 5% уровне с отрицательным знаком коэффициента, что означает наличие взаимосвязи между более разрушающими ценность компании поглотителями сделками и таким типом интеграции. К таким сделкам могут быть отнесены приобретения ПАО «Северсталь» частей итальянской металлургической компании «Lucchini», которая вскоре была признана банкротом, что повлекло за собой необходимость подписания символических договоров по продаже компании кредиторам за 1 евро. Другими примерами могут являться многочисленные приобретения миноритарных пакетов ПАО «ВТБ» других финансовых организаций. К примеру, «Росбанка», «Банка Москвы», а также увеличение долей в уже являющихся дочерними организациях.

Несмотря на наличие значимых факторов в модели, которая в своей основе использует метод наименьших квадратов, эффективность её интерпретации является спорной. Хотя, в отличие от предыдущих исследований [Лузина, Рогова, 2015], относительный прирост фундаментальной ценности хорошо себя показал в качестве зависимой переменной. Низкий коэффициент детерминации свидетельствует о малой объяснительной силе модели. Однако не стоит забывать, что используемая модель пытается объяснить изменения в фундаментальной ценности компании характеристиками, которые характерны для компании при совершении сделок слияний и поглощений, тогда как в исследуемом временном промежутке у компании могут происходить изменения в операционной деятельности, результатом которых становится изменение фундаментальной ценности компании. Также и события, происходящие на рынках капитала, могут быть детерминантами изменений фундаментальной ценности компании.

Для уточнения полученных результатов было принято решение применения модели бинарного выбора, которая рассматривала бы в качестве зависимой переменной качественный эффект от совершения сделки слияний и поглощений: создание или разрушение фундаментальной ценности компании на акцию. В случае создания ценности переменная Eff принимает значение 1, а в случае разрушения 0. Далее происходит оценка модели:

$Eff\_{i}= γZ\_{i}+ε\_{i}, $ (29)

где

$γ$ — вектор параметров;

$Z\_{i}$— вектор независимых переменных, который отражает характеристики i-ой сделки;

$ε\_{i} —$ ошибка модели.

При применении классической модели регрессии для оценки модели бинарного выбора возникают такие проблемы, как биномиальность распределения остатков, гетероскедостичность и смещенность оценок, поэтому при оценке таких моделей принято использовать следующие функции:

1. Функция стандартного нормального распределения (пробит-модель);
2. Функция логистического распределения (логит-модель).

Оценки коэффициентов, полученные при использовании таких функций, не могут быть использованы для определения силы связи напрямую из-за существующей нелинейности параметров. Для удобства в таких случаях впоследствии производится расчет маржинальных эффектов для значимых факторов модели вида (24). Маржинальный эффект фактора Zi показывает изменение функции, которая предсказывает вероятность того, что Eff = 1 при изменении фактора Zi на единицу [Демидова, 2013]. Полученные в рассматриваемой модели маржинальные эффекты показывают приращение вероятности положительной связи сделки по слияниям и поглощениям с фундаментальной ценностью компании при добавлении к среднему значению регрессора единицы.

Далее представлены совокупные результаты оценивания модели:

Таблица 9. Совокупные результаты оценки эконометрических моделей

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **DVALUEPERC** | **EFF** | **EFF** |
| Тип модели: | Расширенная линейная модель | Бинарная логит-модель:Маржинальный эффект | Бинарная пробит-модель:Маржинальный эффект |
| ACQCAPLOG | 0,0842\*\*\* | 0,05\*\*\* | 0.044\*\* |
| DVALUELOG | -0,0418\*\* | -0,06\*\*\* | -0,061\*\*\* |
| MODFEELOG | -0,077\*\*\* | -0,076\*\* | -0,08\*\* |
| INDSERVICE | -0,315\*\* | -0,117\* | — |
| PAYMSTOC | 0,1648\* | — | — |
| DKINDHORIZONTAL | -0.1092\*\* | — | — |
| INDENERGYPROD | — | 0,14\*\*\* | 0.14\*\* |
| INDOIL | — | 0.18\*\*\* | 0,19\*\*\* |
| CONST | -0,0388 | 168\* | 3,28\*\* |
| $$R^{2}$$ | 0,2922 | 0.382 | 0.235 |
| p-value | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| N | 193 | 193 | 193 |

Примечание: \*, \*\*, \*\*\* обозначена значимость на 10%-, 5%-, 1%-ом уровне значимости соответственно

При оценивании при помощи логит- и пробит- распределения были определены другие характеристики отраслевой принадлежности: нефтегазовая и энергетическая отрасли показали значимость при таком оценивании на 1% уровне. Большее число сделок в энергетической отрасли было совершено «Интер РАО» при проведении консолидации рынка в начале 2010-ых годов. В рамках этих приобретений было совершено вхождение генерирующих предприятий в группу, что позволило создать некий синергетический эффект от совместной деятельности. Для нефтегазовой отрасли большее число сделок было представлено компаниями «Роснефть», «Лукойл» и «Газпром», которые в основном осуществляли консолидацию активов в своих отраслях. Но «Газпром» также осуществлял приобретение активов сбытовых компаний, в то время как «Лукойл» и «Роснефть» приобретали доли в генерирующих компаниях, что может характеризоваться как вертикальная интеграция.

Таким образом, приводя результаты к единому знаменателю, на основе сравнения итогов оценки модели при помощи метода МНК, а также логит- и пробит- моделей, делаются следующие обобщенные выводы по выдвинутым гипотезам исследовательской работы:

Таблица 10. Результаты тестирования гипотез

|  |  |
| --- | --- |
| Гипотеза | Гипотеза принята/ отклонена |
| H1: ***проведение сделки по слияниям и поглощениям создает фундаментальную ценность для компании-приобретателя*** | Принята |
| H2: ***существует различие в изменении фундаментальной ценности у компаний, прибегающих к международным сделкам, и у компаний, прибегающих к таким сделкам внутри страны.*** | Отклонена |
| H3: ***способ оплаты сделки взаимосвязан с изменением фундаментальной ценности компании-поглотителя*** | Принята |
| H4: ***отраслевая принадлежность компании взаимосвязана с изменением фундаментальной стоимости компании-покупателя.*** | Принята |
| H5: ***характер интеграции взаимосвязан с изменением фундаментальной стоимости компании-приобретателя.*** | Принята |

Были приняты гипотезы о том, что для выборки российских компаний наблюдается создание фундаментальной ценности компаниями при совершении сделок интеграционного типа. Была выявлена значимая характеристика оплаты сделки при помощи акций, которая подтвердила исследовательское предположение о том, что компании, которые планируют дальнейший быстрый рост и развитие предпочитают именно такой тип оплаты сделок. Отраслевые характеристики оказались значимы для ресурсных отраслей: энергетики и нефтегазовой. В свою очередь модель, оцененная по МНК, показала значимость характеристики отраслевой принадлежности к компаниям, предоставляющим услуги торговли. Компании, совершающие сделки горизонтальной интеграции, в среднем, теряют фундаментальную ценность по сравнению с другими компаниями на российском рынке. И все переменные, относящиеся к выбору типа финансирования, оказались незначимы, что приводит к принятию альтернативной гипотезы по данному вопросу.

## Заключение

Представленная работа была посвящена исследованию изменения фундаментальной стоимости компаний-поглотителей при совершении сделок слияния и поглощения компаниями-поглотителями российского рынка, а также установлению взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности и характеристиками сделок интеграционного типа. Целью работы являлось определение взаимосвязи между изменением фундаментальной ценности компании при совершении сделки по слияниям и поглощениям и различными характеристиками сделки. Для достижения цели в ходе исследования был решен ряд задач.

Подготовительной частью исследования можно считать произведённый анализ классических монографий, современных исследований и нормативной базы российского законодательства по изучаемой теме, который был представлен в первой и второй главах настоящего исследования. В рамках первой главы были сформулированы основные определения, касающиеся темы слияний и поглощений, разобрана роль основных «участников» в таких процессах в организации и вне её, а также описан один из подходов к определению этапов при совершении сделок интеграционного типа. Во введении работы перечислены и проанализированы текущие тенденции на рынках M&A. Также в первой части произведен анализ мотивов к совершению сделок слияний и поглощений, который подкреплен анализом исследовательских работ по данной тематике. России, проанализированы предыдущие работы, направленные на изучение результативности сделок по слияниям и поглощениям, а также выдвинута часть гипотез исследования.

Во второй главе даны определения фундаментальной ценности компании, а также рассмотрены основные подходы к оцениванию компаний. Впоследствии произведен анализ и сравнение наиболее часто встречающихся методов оценивания в рамках доходного подхода. На основании проведенного анализа был совершен выбор в пользу модели остаточных прибылей для дальнейшего использования в текущем исследовании. В конце второй главы выдвинуты гипотезы исследования, сформированные на основе информации первых двух глав выпускной квалификационной работы.

В третьей главе совершена адаптация модели остаточных прибылей для осуществления оценки фундаментальной ценности компаний до и после сделок по слияниям и поглощениям. Затем представлены результаты эмпирического исследования. Первая часть исследования заключалась в установлении факта создания российскими компаниями фундаментальной ценности при осуществлении сделок по слияниям и поглощениям. В ходе исследования был подтвержден факт создания ценности. В дальнейшем был осуществлен второй шаг исследования, заключавшийся в установлении взаимосвязи между изменением фундаментальной стоимости и характеристиками сделок по слияниям и поглощениям.

Характеристики были выбраны на основе проанализированной в первых двух главах литературы по теме и исследовательских работах. Были определены следующие характеристики для изучения: тип проводимой сделки, характер интеграции, способ оплаты и сделки, а также отраслевая принадлежность компании-поглотителя. На первом этапе второго шага была обнаружена и подтверждена положительная взаимосвязь между капитализацией компании и изменением ценности, а также отрицательная взаимосвязь между размером совершаемой сделки, размером выплачиваемой премии и изменением ценности. На основе обнаруженных взаимосвязей была сконструирована базовая модель исследования с использованием которой на следующем шаге проводилась проверка выдвинутых для изучения и проверки гипотез исследования.

По итогам анализа описательной статистики было выявлено, что в 2015 и 2016 году происходит спад активности сделок, удовлетворяющих критериям выборки. Большая часть компаний, совершающих сделки по слияниям и поглощениям, относятся к нефтегазовой отрасли, но также активно совершают сделки компании из отрасли телекоммуникаций и финансового сектора. Наиболее популярным способом оплаты сделки являются денежные средства, хотя впоследствии в исследовании обнаруживается взаимосвязь между совершением оплаты сделки при помощи акций и изменением ценности. В среднем, такой вид оплаты характерен для компаний, которые создают ценность после совершения сделок интеграционного типа. Для российских компаний, в среднем, характерно приобретение около половины компании-цели, исходя из среднего значения процента приобретения.

В ходе исследования были выявлены отрасли, для которых характерны специфические условия при проведении сделок, а также выявлена неэффективность при совершении интеграций горизонтального типа на российском рынке. Таким образом, менеджмент российских компаний может проектировать и структурировать сделки слияний и поглощений таким образом, чтобы они создавали прирост ценности для акционеров. В первую очередь это относится к менеджерам компаний-гигантов, так как высокая рыночная капитализация до сделки с связана с увеличением фундаментальной ценности в результате сделки. Также менеджменту стоит избегать необоснованных крупных сделок с высокими премиями, и при уверенности в дальнейшем активном росте прибегать к оплате денежными средствами, в то же время оплата акциями при консолидации однотипных активов в отрасли хорошо показывает себя на российском рынке.

# Список Литературы

1. Бухвалов, А. В. (2004). Теория фирмы и теория корпоративного управления (предисловие к разделу). Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия 8: Менеджмент, (4), 99-117.
2. Бухвалов А. В., Акулаева Е.А. (2014). Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности // Российский журнал менеджмента. Т. 12. № 2. С. 3-12.
3. Волков Д. Л. (2004). Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости // Вестник С.-Петербургского университета. Сер. Менеджмент (3). C. 3-36.
4. Волков Д.Л. (2006). Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. — СПб.: Издат. дом С.- Петерб. гос. ун-та, 2006.
5. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая), (ред. от 29.12.2017) от 30.11.1994 N 51-ФЗ , ст.57, п.1
6. КПМГ: обзор российского рынка слияний и поглощений в 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/ru/home/media/press-releases/2016/02/ma-2015-survey.html> (15.04.2018)
7. КПМГ: обзор российского рынка слияний и поглощений в 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://home.kpmg.com/ru/ru/home/media/press-releases/2018/03/ma-survey-2017.html (15.04.2018)
8. Лысенко А. Е. Можно ли использовать данные фондового рынка США при определении коэффициента β для российских компаний строительной отрасли?
9. Радыгин, А. (2010). Российская экономика в 2009 году. Тенденции и перспективы. *М.: Институт Гайдара*.
10. Ратникова, Т. (2004). Анализ данных в пакете «Stata» [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://pokrovka11.files.wordpress.com/2011/09/d0bcd0b0d182d0b5d180d0b8d0b0d0bbd18b-d0ba-d0bad0bed0bcd0bf-d0bfd180d0b0d0bad182d0b8d0bad183d0bcd183-rukovodstvo.pdf (15.04.2018)
11. Санчес, А. А. (2012). Слияния и поглощения по российскому и зарубежному праву: сравнительный анализ. Актуальные проблемы российского права, (4).
12. Рогова, Е., & Лузина, Д. (2015). Оценка влияния сделок слияний и поглощений на фундаментальную стоимость компаний на развивающихся рынках капитала (на примере стран BRICS). *Корпоративные Финансы*, *9*(3), 27-50.
13. Asquith, P. (1983) “Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns,” Journal of Financial Economics 11, nos. 1–4:51–83
14. Avnimelech, G. and M. Teubal (2005), “Evolutionary Innovation and High-Tech Policy: What can we Learn from Israel’s Targeting of Venture Capital?”, Technology and The Economy Program Working Paper Series STE-WP-25-2005, Samuel Neaman Institute, Science, March 2005.
15. Bertrand, O., & Capron, L. (2015). Productivity enhancement at home via cross‐border acquisitions: The roles of learning and contemporaneous domestic investments. Strategic Management Journal, 36(5), 640-658.
16. Billet, M. and Mauer, D. “Cross Subsidies, External Financial Constraints, and the Contribution of the Internal Capital Market to Firm Value,” Review of Financial Studies, 16, 2003, 1167–1201.
17. Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). Principles of corporate finance. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
18. Bruner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions* (Vol. 173). John Wiley & Sons.
19. Campello, M. “Internal Capital Markets in Financial Conglomerates: Evidence from Small Bank Responses to Monetary Policy”
20. Capron, L. (1999). The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic management journal*, 987-1018.
21. Carlton, D. W., & Perloff, J. F. (1994). Modern industrial economics.
22. Chen Lin, Beibei Shen, (2015). “Currency Appreciation Shocks and Shareholder Wealth Creation in Cross-Border Mergers and Acquisitions” paper presented at American Finance Association Annual Meeting, 2015.
23. Christofferson S., McNish, R. and Diane L. Sims, “Where Mergers Go Wrong,” McKinsey Quarterly 2 (2004): 92–99.
24. Cretin, F., Dieudonné, S. and Bouacha., S (2015). M&A Activity: Where Are We In the Cycle? 2015
25. DePamphilis D. M. (2015). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. – 8nd ed. – Academic Press
26. Dimitrov, V. (2006). “Corporate Diversification and Capital Constraints: Real Effects Across the Business Cycle,” Review of Financial Studies, 19, 2006, 1465–1498.
27. Edwards, E. O. & Bell, P. W. (1961). "The Theory and Measurement of Business Income", University of California Press, Berkeley and Los Angeles, 1961.
28. Erel, I., Liao, R. C., & Weisbach, M. S. (2012). Determinants of cross‐border mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, *67*(3), 1045-1082.
29. Eurostat, N. A. C. E. (2008). Statistical Classification of Economic Activities in the European Community.
30. Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. The Journal of Finance, 60(3), 1345-1388.
31. Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *Journal of Financial Economics*, *74*(3), 423-460.
32. Ficery, K., Herd, T., and Pursche, B. (2007). Where has all the synergy gone? The M&A Puzzle. Journal of Business Strategy, 28(5), 29-35.
33. Frankel, R., & Lee, C. M. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and economics*, *25*(3), 283-319.
34. Gaughan, P. (2005) Mergers: What Can Go Wrong and How to Prevent It (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005) 75–82.
35. Gaughan, P. (2015) Corporate Value through Mergers and Acquisitions: A Strategic Growth Guide (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2015), 160–163.
36. Gilson, R., Myron S. Scholes, and Mark A. Wolfson, “Taxation and the Dynamics of Corporate Control: The Uncertain Case for Tax-Motivated Acquisitions,” in John Coffee, Louis Lowenstein, and Susan Rose Ackerman, eds., Knights, Raiders and Targets (New York: Oxford University Press, 1988), 273–299.
37. Guest, Paul M. and Bild, Magnus and Runsten, Mikael. (2010). The Effect of Takeovers on the Fundamental Value of Acquirers // Accounting and Business Research. Vol. 40 (4). P. 333-352.
38. Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management*, *35*(3), 469-502.
39. Harrison, R. (2011). Learning and development. *Development and Learning in Organizations: An International Journal*, *26*(1).
40. Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. Administrative Science Quarterly, 103-127.
41. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, *11*(1-4), 5-50
42. Levy, Haim and Sarnat, Marshall, “Diversification, Portfolio Analysis and the Uneasy Case for Conglomerate Mergers,” Journal of Finance 25, no. 4 (September 1970): 795–802.
43. Li, X. (2013). Productivity, restructuring, and the gains from takeovers. Journal of Financial Economics, 109(1), 250-271.
44. Lichtenberg, F. R., Siegel, D., Jorgenson, D., & Mansfield, E. (1987). Productivity and changes in ownership of manufacturing plants. *Brookings Papers on Economic Activity*, *1987*(3), 643-683.
45. Lin, C. S., Cheng, C. N., Lin, W. R., & Wang, Y. H. (2016). Shareholder Wealth Effect of M&A Patterns and Industry Competition in Taiwan: The Perspective of Competitive Dynamics. Journal of Accounting, Finance & Management Strategy, 11(1), 33.
46. Mantravadi P., Reddy A V. (2008). Post-merger performance of acquiring firms from different industries in India // International Research Journal of Finance and Economics. 22. P. 192-204.
47. Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. The Journal of finance, 51(4), 1227-1246.
48. Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? - *Journal of Banking & Finance*, *32*(10), 2148-2177.
49. Mester, Loretta J. “Effcient Product of Financial Services: Scale and Scope Economies,” Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia (January/February 1987): 15–25.
50. Morck, M., Shleifer, A. and Robert W. Vishny, “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” Journal of Finance 45, no. 1 (March 1990): 31–48.
51. Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, 11 (Spring), 1995.
52. Plumridge, H., Loftus, P. (2014). [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.wsj.com/public/resources/documents/print/WSJ\_-B001-20140719.pdf
53. Radygin, A. (2010). The Russian mergers and acquisitions market: Stages, features, and prospects. *Problems of Economic Transition*, *52*(10), 65-95.
54. Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid‐ask spread in an efficient market. *The Journal of Finance*, *39*(4), 1127-1139.
55. Shahrur, H. (2005). Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers. *Journal of Financial Economics*, *76*(1)
56. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. Journal of financial economics, 25(1), 123-139.
57. Siegel, D. S., & Simons, K. L. (2010). Assessing the effects of mergers and acquisitions on firm performance, plant productivity, and workers: new evidence from matched employer‐employee data. *Strategic Management Journal*, *31*(8), 903-916.
58. Thomson Financial, Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis (2018) <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
59. Tsai, K. H., & Wang, J. C. (2008). External technology acquisition and firm performance: A longitudinal study. Journal of Business Venturing, 23(1), 91-112.

# Приложения

*Проверка интервалов оценивания параметров для использования данных в одной выборке. Приложение 1*

**

*Базовая модель оценивания взаимосвязи. Приложение 2*

*Тест на мультиколлинеарность базовой модели. Приложение 3*

**

*Тест Уайта по проверке гетероскедостичноси остатков. Приложение 4*

*Модель сквозной регрессии со значимыми переменными. Приложение 5*

*Список сделок, вошедших в выборку. Приложение 6*

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Acquiror name** | **Target name** | **Completed date** | **Deal valueth EUR** | **Acquiror primary business description** |
| GAZPROM OAO | BELTRANSGAZ OAO | 02.02.2009 | 490128,26 | Gas extraction services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | YUZHNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA - TGK-8 OAO | 02.02.2009 | 559322,61 | Oil and gas extraction services |
| GAZPROM NEFT OAO | NIS NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE JP | 03.02.2009 | 400000 | Oil and gas extraction services |
| GORNO-METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA NORILSKII NIKEL OAO | GORNO-METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA NORILSKII NIKEL OAO | 09.02.2009 | 1035340,81\* | Nickel, palladium and copper mining services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | NARICO HOLDINGS LTD | 10.02.2009 | 65390,76\* | Mobile telecommunications services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | DAGTELEKOM OOO | 27.02.2009 | 32199,80\* | Mobile telecommunications services |
| MOSKOVSKAYA OBYEDINENNAYA ENERGETICHESKAYA KOMPANIYA OAO | MOSKOVSKAYA TEPLOSETEVAYA KOMPANIYA OAO | 20.03.2009 | 46671,82 | Steam and hot water (thermal energy) production services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | YUZHNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA - TGK-8 OAO | 23.03.2009 | 436241,73\* | Oil and gas extraction services |
| BANK VTB OAO | FINANSOVAYA KORPORATSIYA OTKRYTIYE OOO | 26.03.2009 | 109463,6138 | Banking services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | RETAIER KHAUS OOO | 31.03.2009 | 178839,86 | Oil and gas extraction services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | UFAORGSINTEZ OAO | 09.04.2009 | 135744,83\* | Telecommunications services holding company |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | UFIMSKII NEFTEPERERABATYVAYUSHCHII ZAVOD OAO | 09.04.2009 | 178287,25\* | Telecommunications services holding company |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | NOVO-UFIMSKII NEFTEPERERABATYVAYUSHCHII ZAVOD OAO | 09.04.2009 | 295059,17\* | Telecommunications services holding company |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | UFANEFTEKHIM OAO | 09.04.2009 | 229911,33\* | Telecommunications services holding company |
| GAZPROM NEFT OAO | SIBIR ENERGY PLC | 23.04.2009 | 364734,87\* | Oil and gas extraction services |
| GAZPROM OAO | GAZPROM NEFT OAO | 24.04.2009 | 3197783,62\* | Gas extraction services holding company |
| MECHEL OAO | BLUESTONE COAL CORPORATION | 08.05.2009 | 424237,88\* | Coal and steel assets holding company |
| AVTOVAZ OAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK NOVIKOMBANK ZAO | 19.05.2009 | 36863,51 | Car manufacturer |
| GAZPROM NEFT OAO | SIBIR ENERGY PLC | 28.05.2009 | 60674,3 | Oil and gas extraction services |
| NOVATEK OAO | YAMAL SPG OAO | 04.06.2009 | 459602,74 | Gas production services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | YUZHNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA - TGK-8 OAO | 08.06.2009 | 312335,13\* | Oil and gas extraction services |
| GAZPROM NEFT OAO | ORTON OIL COMPANY LTD | 22.06.2009 | 526820,57\* | Oil and gas extraction services |
| NOVOLIPETSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT OAO | URALSKII ZAVOD PRETSIZIONNYKH SPLAVOV ZAO | 25.06.2009 | 31940,17 | Steel manufacturer |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | TOTAL RAFFINADERIJ NEDERLAND NV | 01.09.2009 | 418652,57\* | Oil and gas extraction services |
| BANK VTB OAO | BANK VTB 24 ZAO | 15.09.2009 | 534433,71 | Banking services |
| GAZPROM OAO | SEVERENERGIYA OOO | 23.09.2009 | 1081887,51\* | Gas extraction services holding company |
| BANK VTB OAO | MOSKOVSKII ZAVOD KRISTALL OAO | 29.09.2009 | 57473,20\* | Banking services |
| GAZPROM OAO | NIGAZ | 05.10.2009 | 1741391,47\* | Gas extraction services holding company |
| URALELEKTROTYAZHMASH-URALGIDROMASH OAO | GT-TETS ENERGO OAO | 05.10.2009 | 113603,22 | Pumps for transmission of liquids and elevators of liquids manufacturer |
| MAGNITOGORSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT OAO | ONARBAY ENTERPRISES LTD | 15.10.2009 | 206921,41\* | Iron and steel manufacturer |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII SBEREGATELNYI BANK ROSSIISKOI FEDERATSII OAO | BELPROMSTROIBANK OAO | 11.12.2009 | 190547,57 | Banking services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | LUKARCO BV | 11.12.2009 | 1115202,43 | Oil and gas extraction services |
| BANK VTB OAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK ROSBANK OAO | 16.12.2009 | 336071,53\* | Banking services |
| GAZPROM NEFT OAO | OBSHCHESTVENNO-DELOVOI TSENTR OKHTA ZAO | 18.12.2009 | 66853,64 | Oil and gas extraction services |
| GAZPROM NEFT OAO | ARTIC RUSSIA BV | 18.12.2009 | 861220,37 | Oil and gas extraction services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | EVROTEL OAO | 23.12.2009 | 105234,50\* | Mobile telecommunications services |
| BANK VTB OAO | POLIEF AO | 25.12.2009 | 55648,06\* | Banking services |
| GAZPROM OAO | GAZPROM NEFT OAO | 25.12.2009 | 2011629,96\* | Gas extraction services holding company |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFANEFTEKHIM OAO | 31.12.2009 | 234986,12 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | NOVO-UFIMSKII NEFTEPERERABATYVAYUSHCHII ZAVOD OAO | 31.12.2009 | 248304,29 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFAORGSINTEZ OAO | 31.12.2009 | 169017,89 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFIMSKII NEFTEPERERABATYVAYUSHCHII ZAVOD OAO | 31.12.2009 | 229351,25 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII SBEREGATELNYI BANK ROSSIISKOI FEDERATSII OAO | KHOLDINGOVAYA KOMPANIYA GLAVNOE VSEREGIONALNOE STROITELNOE UPRAVLENIE TSENTR OAO | 31.12.2009 | 126394,87\* | Banking services |
| FEDERALNAYA SETEVAYA KOMPANIYA EDINOI ENERGETICHESKOI SISTEMY OAO | TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA N 11 OAO | 19.01.2010 | 60196,29\* | Electricity generation services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | BASHKIRNEFTEPRODUKT OAO | 22.01.2010 | 64869,79 | Petroleum and natural gas extraction services |
| NEFTEGAZOVAYA KOMPANIYA SLAVNEFT OAO | SLAVNEFT-MEGIONNEFTEGAZ OAO | 27.01.2010 | 114707,27 | Oil and gas extraction services |
| NOVATEK OAO | TAILIKSNEFTEGAZ OOO | 15.02.2010 | 31446,62 | Gas production services holding company |
| GAZPROM OAO | BELTRANSGAZ OAO | 02.03.2010 | 460658,38 | Gas extraction services holding company |
| SEVERSTAL OAO | LUCCHINI SPA | 04.03.2010 | 100000,00\* | Steel manufacturer |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | UPRAVLYAYUSHCHAYA KOMPANIYA GRUPPY ENVIZHN OOO | 24.03.2010 | 39317,41\* | Fixed telephony services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | NEFTEGAZOVAYA KOMPANIYA RUSSNEFT OAO | 24.03.2010 | 75495,5 | Telecommunications services holding company |
| VOLGOMOST OAO | MEZHREGIONALNAYA INVESTITSIONNAYA KOMPANIYA OAO | 29.03.2010 | 80650,71 | Bridge construction services |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII SBEREGATELNYI BANK ROSSIISKOI FEDERATSII OAO | OBYEDINENNAYA AVIASTROITELNAYA KORPORATSIYA OAO | 31.03.2010 | 1140743,34 | Banking services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | SISTEMA-INVEST OAO | 09.04.2010 | 151221,25 | Petroleum and natural gas extraction services |
| BANK VTB OAO | POLYUS ZOLOTO OAO | 13.04.2010 | 287596,12\* | Banking services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | NEFTEGAZOVAYA KOMPANIYA RUSSNEFT OAO | 23.04.2010 | 75257,08\* | Telecommunications services holding company |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | DETSKII MIR-TSENTR OAO | 27.05.2010 | 42591,68 | Telecommunications services holding company |
| SEVERSTAL OAO | HIGH RIVER GOLD MINES LTD | 28.05.2010 | 92497,18\* | Steel manufacturer |
| MEGAFON OAO | SINTERRA ZAO | 02.06.2010 | 610146,73 | Mobile phone network operator holding company |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII SBEREGATELNYI BANK ROSSIISKOI FEDERATSII OAO | GRUPPA KOMPANII PIK OAO | 30.06.2010 | 99156,29 | Banking services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | MULTIREGION ZAO | 16.07.2010 | 168438,20\* | Mobile telecommunications services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | KOMSTAR - OBYEDINNENYE TELESISTEMY OAO | 28.09.2010 | 173392,27\* | Mobile telecommunications services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | INVESTITSIONNAYA KOMPANIYA SVYAZI OAO | 01.10.2010 | 623707,94 | Fixed telephony services |
| MEGAFON OAO | PETERSTAR ZAO | 07.10.2010 | 154386,92 | Mobile phone network operator holding company |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | KOMSTAR - OBYEDINNENYE TELESISTEMY OAO | 07.10.2010 | 199395,88 | Mobile telecommunications services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK MOSKOVSKII BANK REKONSTRUKTSII I RAZVITIYA OAO | 08.10.2010 | 124052,52 | Telecommunications services holding company |
| GAZPROM OAO | DALTRANSGAZ OAO | 15.10.2010 | 68816,64 | Gas extraction services holding company |
| MEGAFON OAO | METROKOM ZAO | 25.10.2010 | 47117,86 | Mobile phone network operator holding company |
| INTER RAO EES OAO | PETERBURGSKAYA SBYTOVAYA KOMPANIYA OAO | 29.10.2010 | 52290,01\* | Electricity generation holding company |
| GRUPPA CHERKIZOVO OAO | TWO PIG FARMING COMPLEXES IN PENZA AND LIPETSK REGIONS of RUSSIA | 08.11.2010 | 71143,93 | Meat processing services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | VSEROSSIISKII BANK RAZVITIYA REGIONOV OAO | 03.12.2010 | 49110,67 | Oil and gas extraction services |
| MAGNITOGORSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT OAO | MAGNITOGORSKII METIZNO-KALIBROVOCHNYI ZAVOD MMK-METIZ OAO | 13.12.2010 | 48893,66 | Iron and steel manufacturer |
| SBERBANK ROSSII OAO | DETSKII MIR-TSENTR OAO | 23.12.2010 | 84982,15 | Banking services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | SISTEMA TELEKOMMUNIKATSII, INFORMATIKI I SVYAZI OOO | 24.12.2010 | 334136,09 | Mobile telecommunications services |
| BANK VTB OAO | TRANSKREDITBANK OAO | 31.12.2010 | 527306,33\* | Banking services |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK ROSBANK OAO | RUSFINANS BANK OOO | 17.01.2011 | 498734,75\* | Banking services |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK ROSBANK OAO | RUSFINANS OOO | 17.01.2011 | 272456,94\* | Banking services |
| AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK ROSBANK OAO | DELTAKREDIT BANK KB ZAO | 17.01.2011 | 257833,55\* | Banking services |
| DIKSI GRUPP OAO | GRUPPA KOMPANII VIKTORIYA OAO | 15.02.2011 | 634302,50\* | Discount food and household supplies stores chain operator |
| GAZPROM NEFT OAO | SIBIR ENERGY LTD | 15.02.2011 | 548609,01 | Oil and gas extraction services |
| BANK VTB OAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK BANK MOSKVY OAO | 22.02.2011 | 2582811,41\* | Banking services |
| URALKALII OAO | SILVINIT OAO | 28.02.2011 | 1012220,24 | Potash fertilisers manufacturer |
| GAZPROM NEFT OAO | NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE AD | 18.03.2011 | 41363,83 | Oil and gas extraction services |
| INTER RAO EES OAO | TRETYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OPTOVOGO RYNKA ELEKTROENERGII OAO | 18.03.2011 | 1317994,31\* | Electricity generation holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | RUHR OL GMBH | 24.03.2011 | 1220229,41 | Oil and gas extraction services |
| INTER RAO EES OAO | PETERBURGSKAYA SBYTOVAYA KOMPANIYA OAO | 28.03.2011 | 165732,01\* | Electricity generation holding company |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | KOMSTAR - OBYEDINNENYE TELESISTEMY OAO | 01.04.2011 | 526352,53\* | Mobile telecommunications services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | DALNEVOSTOCHNAYA KOMPANIYA ELEKTROSVYAZI OAO | 01.04.2011 | 346516,14\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | SIBIRTELEKOM OAO | 01.04.2011 | 1043650,65\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | YUZHNAYA TELEKOMMUNIKATSIONNAYA KOMPANIYA OAO | 01.04.2011 | 434412,31\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | VOLGATELEKOM OAO | 01.04.2011 | 834840,92\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | TSENTRALNAYA TELEKOMMUNIKATSIONNAYA KOMPANIYA OAO | 01.04.2011 | 1164677,58\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | URALSVYAZINFORM OAO | 01.04.2011 | 976341,03\* | Fixed telephony services |
| SEVERSTAL OAO | SPG MINERAÇÃO SA | 11.05.2011 | 34006,98\* | Steel manufacturer |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | INTER RAO EES OAO | 12.05.2011 | 9237163,84 | Oil and gas extraction services |
| GRUPPA CHERKIZOVO OAO | MOSSELPROM ZAO | 16.05.2011 | 179659,97 | Meat processing services |
| URALKALII OAO | SILVINIT OAO | 18.05.2011 | 3815459,33\* | Potash fertilisers manufacturer |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | BASHINFORMSVYAZ OAO | 03.06.2011 | 90071,92\* | Fixed telephony services |
| GORNO-METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA NORILSKII NIKEL OAO | NORDAVIA - REGIONALNYE AVIALINII ZAO | 09.06.2011 | 160997,2 | Nickel, palladium and copper mining services |
| MEGAFON OAO | FAIRLIE HOLDING & FINANCE LTD | 09.06.2011 | 184975,51\* | Mobile phone network operator holding company |
| MEGAFON OAO | NET BAI NET KHOLDING OOO | 10.06.2011 | 186009,03\* | Mobile phone network operator holding company |
| NOVOLIPETSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT OAO | STEEL INVEST & FINANCE SA | 04.07.2011 | 412704,85 | Steel manufacturer |
| INTER RAO EES OAO | RN-ENERGO OOO | 19.07.2011 | 125912,58 | Electricity generation holding company |
| BANK VTB OAO | TRANSKREDITBANK OAO | 20.07.2011 | 402570,15 | Banking services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | VOLGOGRAD-GSM ZAO | 31.08.2011 | 55685,83 | Fixed telephony services |
| MAGNITOGORSKII METALLURGICHESKII KOMBINAT OAO | MMK-ATAKAS METALURJI SANAYI VE LIMAN ISLETMECILIGI AS | 15.09.2011 | 352847,13 | Iron and steel manufacturer |
| CHELYABINSKII TRUBOPROKATNYI ZAVOD OAO | RIMERA ZAO | 26.09.2011 | 207335,87 | Steel manufacturer |
| AVTOVAZ OAO | OBYEDINENNAYA AVTOMOBILNAYA GRUPPA OOO | 27.10.2011 | 39924,45 | Car manufacturer |
| VTORAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OPTOVOGO RYNKA ELEKTROENERGII OAO | SHESTAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OPTOVOGO RYNKA ELEKTROENERGII OAO | 01.11.2011 | 1016329,94\* | Electricity production services |
| GAZKON OAO | GAZPROMBANK OAO | 28.11.2011 | 157425,04 | Gas and oil industries investment services |
| GAZPROM OAO | BELTRANSGAZ OAO | 01.12.2011 | 1859992,06 | Gas extraction services holding company |
| NOVATEK OAO | GAZPROM MEZHREGIONGAZ CHELYABINSK OOO | 01.12.2011 | 37528,66 | Gas production services holding company |
| MEGAFON OAO | YUGRATEL OAO | 09.12.2011 | 57645,2 | Mobile phone network operator holding company |
| SBERBANK ROSSII OAO | SLB COMMERCIAL BANK | 23.12.2011 | 61688,70\* | Banking services |
| MOSKOVSKAYA OBYEDINENNAYA ELEKTROSETEVAYA KOMPANIYA OAO | MOSKOVSKAYA TEPLOSETEVAYA KOMPANIYA OAO | 26.12.2011 | 440006,33\* | Electricity transmission services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | BASHNEFT-POLYUS OOO | 27.12.2011 | 117252,04 | Oil and gas extraction services |
| SBERBANK ROSSII OAO | INVESTITSIONNAYA KOMPANIYA TROIKA DIALOG ZAO | 23.01.2012 | 1086803,43\* | Banking services |
| BANK VTB OAO | TRANSKREDITBANK OAO | 27.01.2012 | 190858,31 | Banking services |
| SBERBANK ROSSII OAO | VOLKSBANK INTERNATIONAL AG | 15.02.2012 | 505000 | Banking services |
| GORNO-METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA NORILSKII NIKEL OAO | ROSSIISKOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO PO PROIZVODSTVU TSVETNYKH I DRAGOTSENNYKH METALLOV NORILSKII NIKEL OAO | 24.03.2012 | 35116,5 | Nickel, palladium and copper mining services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | MOSTELESET OAO | 24.03.2012 | 75305,86\* | Fixed telephony services |
| INTER RAO EES OAO | TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA N 11 OAO | 25.04.2012 | 33563,65\* | Electricity generation holding company |
| BANK VTB OAO | POLYUS GOLD INTERNATIONAL LTD | 11.05.2012 | 163087,21 | Banking services |
| FEDERALNAYA GIDROGENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA - RUSGIDRO OAO | INTER RAO EES OAO | 11.05.2012 | 205525,29\* | Electricity generation services |
| MOSKOVSKAYA OBYEDINENNAYA ELEKTROSETEVAYA KOMPANIYA OAO | MOSKOVSKAYA TEPLOSETEVAYA KOMPANIYA OAO | 01.06.2012 | 458242,76\* | Electricity transmission services |
| GRUPPA CHERKIZOVO OAO | VORONEZHMYASOPROM OOO'S AGRICULTURAL ASSETS | 13.06.2012 | 108182,51 | Meat processing services |
| SEVERSTAL OAO | SEVERSTAL OAO | 19.07.2012 | 1674578,44 | Steel manufacturer |
| BANK VTB OAO | TRANSKREDITBANK OAO | 28.09.2012 | 552678,12 | Banking services |
| SBERBANK ROSSII OAO | DENIZBANK AS | 28.09.2012 | 2801619,93 | Banking services |
| INTER RAO EES OAO | PERVAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OPTOVOGO RYNKA ELEKTROENERGII OAO | 01.10.2012 | 435467,54\* | Electricity generation holding company |
| INTER RAO EES OAO | TRETYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OPTOVOGO RYNKA ELEKTROENERGII OAO | 01.10.2012 | 289097,54\* | Electricity generation holding company |
| MOSKOVSKAYA OBYEDINENNAYA ENERGETICHESKAYA KOMPANIYA OAO | MOSKOVSKAYA TEPLOSETEVAYA KOMPANIYA OAO | 01.10.2012 | 254314,89\* | Steam and hot water (thermal energy) production services holding company |
| GAZPROM OAO | SOUTH STREAM SLOVENIA LLC | 05.10.2012 | 739355,28\* | Gas extraction services holding company |
| URALKALII OAO | URALKALII OAO | 06.10.2012 | 662319,41\* | Potash fertilisers manufacturer |
| NOVATEK OAO | NORTGAZ ZAO | 27.11.2012 | 1058204,35 | Gas production services holding company |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | SG-TRANS OAO | 29.11.2012 | 565798,49 | Telecommunications services holding company |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | INVESTITSIONNAYA KOMPANIYA SVYAZI OAO | 25.12.2012 | 170327,1 | Fixed telephony services |
| MOSTOTREST OAO | PLEXY LTD | 28.12.2012 | 193523,75 | Bridge, road and railway construction services |
| BANK VTB OAO | GRUPPA KOMPANII PIK OAO | 29.12.2012 | 73156,42 | Banking services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | NATSIONALNYI NEFTYANOI KONSORTSIUM OOO | 25.01.2013 | 149185,19 | Oil and gas extraction services |
| GMK NORILSKII NIKEL OAO | GMK NORILSKII NIKEL OAO | 29.01.2013 | 2737553,29\* | Nickel, palladium and copper mining services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | TNK-BP LTD | 21.03.2013 | 21439857,26 | Oil and gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | TNK-BP LTD | 21.03.2013 | 21272228,97\* | Oil and gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | ISAB SRL'S PRIOLO REFINERY | 24.03.2013 | 205000 | Oil and gas extraction services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | FINANSOVYI ALYANS OOO | 24.03.2013 | 51778,32 | Telecommunications services holding company |
| BANK VTB OAO | TELE2 RUSSIA HOLDING AB | 04.04.2013 | 2763913,52\* | Banking services |
| GMK NORILSKII NIKEL OAO | GMK NORILSKII NIKEL OAO | 11.04.2013 | 1837773,12\* | Nickel, palladium and copper mining services |
| GALS-DEVELOPMENT OAO | GURDON MANAGEMENT LTD | 18.04.2013 | 35297,98 | Property development services |
| GAZPROM NEFT OAO | NEFTYANAYA KOMPANIYA MAGMA OAO | 18.04.2013 | 230938,89 | Oil and gas extraction services |
| GMK NORILSKII NIKEL OAO | GMK NORILSKII NIKEL OAO | 26.04.2013 | 5200558,39\* | Nickel, palladium and copper mining services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA LUKOIL OAO | SAMARA-NAFTA ZAO | 26.04.2013 | 1576035,12 | Oil and gas extraction services |
| NAUCHNO-PROIZVODSTVENNOE OBYEDINENIE SATURN OAO | UFIMSKOE MOTOROSTROITELNOE PROIZVODSTVENNOE OBYEDINENIE OAO | 17.05.2013 | 78934,55 | Gas-turbine engine manufacturer |
| NII MOLEKULYARNOI ELEKTRONIKI I ZAVOD MIKRON OAO | SITRONIKS-NANO OOO | 29.05.2013 | 49352,66 | Semiconductors manufacturer |
| GAZPROM OAO | KAMCHATGAZPROM OAO | 30.05.2013 | 69637,76 | Gas extraction services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | BAZOVYI AVIATOPLIVNYI OPERATOR OOO | 31.05.2013 | 146038,54 | Oil and gas extraction services |
| AVTOVAZ OAO | AZIYA AVTO AO | 24.06.2013 | 58900,62\* | Car manufacturer |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | NEFTEGAZOVAYA KOMPANIYA ITERA OOO | 02.07.2013 | 2219280,8 | Oil and gas extraction services |
| SBERBANK ROSSII OAO | PS YANDEKS.DENGI OOO | 04.07.2013 | 46114,18 | Banking services |
| SELIGDAR OAO | RUSOLOVO OAO | 04.07.2013 | 67359,2 | Gold mining services holding company |
| INTER RAO EES OAO | VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | 22.08.2013 | 133501,63\* | Electricity generation holding company |
| AKRON OAO | AKRONIT OAO | 06.09.2013 | 79194,13 | Pesticides and agricultural chemicals manufacturer |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | 09.09.2013 | 690436,87 | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | INVESTITSIONNAYA KOMPANIYA SVYAZI OAO | 01.10.2013 | 2766119,28\* | Fixed telephony services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | MOSTELEKOM OAO | 01.10.2013 | 97838,19\* | Fixed telephony services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | BASHNEFT - SERVISNYE AKTIVY OOO | 01.10.2013 | 93525,56 | Telecommunications services holding company |
| MEGAFON OAO | MAXITEN CO LTD | 02.10.2013 | 1291008,23\* | Mobile phone network operator holding company |
| ROSSIISKIE SETI OAO | OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ENERGETIKI I ELEKTRIFIKATSII KUBANI | 04.10.2013 | 61680,20\* | Electricity distribution services holding company |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | TSENTRALNYI TELEGRAF OAO | 01.11.2013 | 42377,30\* | Fixed telephony services |
| OBYEDINENNYE MASHINOSTROITELNYE ZAVODY (GRUPPA URALMASH-IZHORA) OAO | URALSKII ZAVOD TYAZHELOGO MASHINOSTROENIYA OAO | 21.11.2013 | 113054,84 | Construction machinery manufacturer |
| GAZ-TEK OAO | GAZPROMBANK OAO | 25.11.2013 | 211794,64 | Own property renting services |
| GAZPROM OAO | RUSGIDRO OAO | 26.11.2013 | 1540956,58 | Gas extraction services holding company |
| BANK VTB OAO | MOSKOVSKAYA BIRZHA MMVB-RTS OAO | 19.12.2013 | 117594,23\* | Banking services |
| OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | SKAI LINK ZAO | 19.12.2013 | 209042,29 | Fixed telephony services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | BIZNES-NEDVIZHIMOST ZAO | 27.12.2013 | 71562,8 | Telecommunications services holding company |
| BANK VTB OAO | GRUPPA KOMPANII PIK OAO | 15.01.2014 | 192349,94\* | Banking services |
| GAZPROM OAO | ARMROSGAZPROM ZAO | 21.01.2014 | 115062,02 | Gas extraction services holding company |
| GAZPROM OAO | KYRGYZGAZPROM OSOO | 21.01.2014 | 35506,32 | Gas extraction services holding company |
| FEDERALNAYA GIDROGENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA - RUSGIDRO OAO | ZARAMAGSKIE GES OAO | 19.02.2014 | 313791,38 | Electricity generation services |
| GAZKON OAO | LIDER ZAO | 27.02.2014 | 42383,58 | Gas and oil industries investment services |
| BANK VTB OAO | ODESKYY NAFTOPEREROBNYY ZAVOD PAT'S ASSETS | 03.03.2014 | 268623,02 | Banking services |
| IRKUTSKOE OTKRYTOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ENERGETIKI I ELEKTRIFIKATSII | AKME-INZHINIRING OAO | 24.03.2014 | 55811,47 | Electricity generating services |
| MEGAFON OAO | EUROSET HOLDING NV | 24.03.2014 | 470795,39\* | Mobile phone network operator holding company |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | BURNEFTEGAZ OOO | 27.03.2014 | 725571,51\* | Petroleum and natural gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | ORENBURGSKAYA BUROVAYA KOMPANIYA OOO | 02.04.2014 | 181244,96\* | Oil and gas extraction services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | BIZNES-NEDVIZHIMOST ZAO | 02.04.2014 | 64094,5 | Telecommunications services holding company |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | OZON HOLDINGS LTD | 29.04.2014 | 108283,26 | Mobile telecommunications services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | RN KHOLDING OAO | 16.05.2014 | 3216825,04 | Oil and gas extraction services |
| GAZPROM NEFT OAO | GAZPROM NEFT SHELF OOO | 21.05.2014 | 56714,05 | Oil and gas extraction services |
| NIZHEGORODSKAYA SBYTOVAYA KOMPANIYA OAO | GRUPPA KOMPANII TNS ENERGO OAO | 16.06.2014 | 91714,17 | Electricity distribution services |
| GAZPROM OAO | SOUTH STREAM TRANSPORT BV | 30.06.2014 | 212575 | Gas extraction services holding company |
| MEGAFON OAO | LEFBORD INVESTMENTS LTD | 09.07.2014 | 482857,26 | Mobile phone network operator holding company |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | KES-TREIDING OOO | 09.07.2014 | 529371,37 | Electric and thermal power generation services |
| AVIAKOMPANIYA YUTEIR OAO | YUTEIR-EKSPRESS OOO | 10.07.2014 | 31614,93 | Passenger air transportation services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | CAMFIN SPA | 11.07.2014 | 552700 | Oil and gas extraction services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | NAVIGATSIONNO-INFORMATSIONNYE SISTEMY OAO | 31.07.2014 | 58789,56 | Telecommunications services holding company |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | OPTAN-AZS ZAO | 14.08.2014 | 182757,58\* | Petroleum and natural gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | VANKORNEFT ZAO | 18.08.2014 | 373423,10\* | Oil and gas extraction services |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | INTER PROMO TRADE LTD | 20.08.2014 | 261560,48 | Electric and thermal power generation services |
| BANK VTB OAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK BANK MOSKVY OAO | 04.09.2014 | 5505530,19\* | Banking services |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | GAZEKS-MENEDZHMENT OOO | 30.09.2014 | 72235,44 | Electric and thermal power generation services |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA N 6 OAO | 27.11.2014 | 58346,89\* | Electric and thermal power generation services |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA N 9 OAO | 27.11.2014 | 383698,40\* | Electric and thermal power generation services |
| VOLZHSKAYA TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO | TERRITORIALNAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA N 5 OAO | 28.11.2014 | 40033,76\* | Electric and thermal power generation services |
| MEGAFON OAO | SKARTEL OOO | 12.12.2014 | 57413,15 | Mobile phone network operator holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | NATSIONALNYI NEFTYANOI KONSORTSIUM OOO | 31.01.2015 | 132684,60\* | Oil and gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | SANORS HOLDING LTD | 13.03.2015 | 282427,73\* | Oil and gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | 18.03.2015 | 274563,57 | Petroleum and natural gas extraction services |
| MOBILNYE TELESISTEMY OAO | ENVIZHN GRUP ZAO | 24.03.2015 | 189042,13 | Mobile telecommunications services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | NOVOKUIBYSHEVSKAYA NEFTEKHIMICHESKAYA KOMPANIYA ZAO | 31.03.2015 | 278836,20\* | Oil and gas extraction services |
| APTECHNAYA SET 36.6 PAO | APTEKA-AVE OOO | 03.06.2015 | 169114,85 | Pharmaceuticals retailer holding company |
| CHELYABINSKII TSINKOVYI ZAVOD OAO | KORBALIKHINSKII RUDNIK AO | 10.06.2015 | 54459,07 | Zinc production services |
| BANK VTB OAO | GRUPPA KOMPANII PIK OAO | 23.06.2015 | 383391,13\* | Banking services |
| PUBLICHNOE AKTSIONERNOE OBSHCHESTVO ROSTELEKOM | BASHINFORMSVYAZ PAO | 24.07.2015 | 32293,81 | Wired telecommunications services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | GRUPPA KRONSHTADT AO | 02.10.2015 | 65243,01 | Telecommunications services holding company |
| BANK VTB PAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK BANK MOSKVY OAO | 03.11.2015 | 118378,06\* | Banking services |
| BANK VTB PAO | URALKALII PAO | 18.11.2015 | 317259,68\* | Banking services |
| GAZPROM PAO | GAZPROM NEFT PAO | 19.11.2015 | 578959,46\* | Gas extraction services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | PCK RAFFINERIE GMBH | 01.12.2015 | 283800,65 | Oil and gas extraction services |
| BANK VTB PAO | URALKALII PAO | 02.12.2015 | 343597,75\* | Banking services |
| BANK VTB PAO | BANK MOSKVY OAO | 28.12.2015 | 63752,26\* | Banking services |
| BANK VTB PAO | TRUBNAYA METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA PAO | 29.12.2015 | 125992,3 | Banking services |
| BANK VTB PAO | AKTSIONERNYI KOMMERCHESKII BANK BANK MOSKVY OAO | 22.01.2016 | 483118,54 | Banking services |
| BANK VTB PAO | GRUPPA KOMPANII PIK PAO | 16.02.2016 | 315183,61\* | Banking services |
| MOBILNYE TELESISTEMY PAO | MOBILNYE TELESISTEMY PAO | 17.03.2016 | 233112,79\* | Mobile telecommunications services |
| TATNEFT IMENI VD SHASHINA PAO | NIZHNEKAMSKNEFTEKHIM PAO | 17.03.2016 | 360746,89\* | Crude oil extraction services |
| TATNEFT IMENI VD SHASHINA PAO | TANEKO AO | 18.03.2016 | 233478,14\* | Crude oil extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFAORGSINTEZ OAO | 24.03.2016 | 49739,18 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFANEFTEKHIM OAO | 24.03.2016 | 141211,22 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT OAO | UFIMSKII NEFTEPERERABATYVAYUSHCHII ZAVOD OAO | 24.03.2016 | 50463,29 | Petroleum and natural gas extraction services |
| AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT PAO | UFAORGSINTEZ PAO | 24.03.2016 | 46224,82 | Petroleum and natural gas extraction services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | ALROSA-GAZ OAO | 24.03.2016 | 1000870,25 | Oil and gas extraction services |
| URALKALII PAO | URALKALII PAO | 07.04.2016 | 308253,11\* | Potash fertilisers manufacturer |
| BANK VTB PAO | GALS-DEVELOPMENT PAO | 10.05.2016 | 103044,74\* | Banking services |
| BANK VTB PAO | TRUBNAYA METALLURGICHESKAYA KOMPANIYA PAO | 29.09.2016 | 51564,52\* | Banking services |
| BANK VTB PAO | GRUPPA KOMPANII PIK PAO | 07.10.2016 | 275522,09\* | Banking services |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT OAO | AKTSIONERNAYA NEFTYANAYA KOMPANIYA BASHNEFT PAO | 12.10.2016 | 4754366,42 | Oil and gas extraction services |
| SISTEMA AKTSIONERNAYA FINANSOVAYA KORPORATSIYA OAO | MTS-BANK PAO | 08.11.2016 | 149083,83 | Telecommunications services holding company |
| NEFTYANAYA KOMPANIYA ROSNEFT PAO | PCK RAFFINERIE GMBH | 29.12.2016 | 1460972,44 | Oil and gas extraction services |
| BINBANK PAO | EVROPLAN PAO | 31.12.2016 | 63009,85\* | Banking services |