

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«Владимирский государственный университет имени Александра Григорьевича  
и Николая Григорьевича Столетовых»

*На правах рукописи*



**Чадина Елена Викторовна**

**РАЗВИТИЕ МЕТОДИЧЕСКОГО ИНСТРУМЕНТАРИЯ  
ОЦЕНКИ ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ  
СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

Специальность 5.2.4. Финансы

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель  
Губернаторов Алексей Михайлович,  
доктор экономических наук, профессор

Владимир 2026

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b> .....	3
<b>Глава 1 Теоретические и методические аспекты слияний и поглощений компаний</b> .....	13
1.1 Систематизация теоретических подходов к слияниям и поглощениям в бизнесе .....	13
1.2 Анализ подходов и методов оценки результативности сделок в целях слияний и поглощений компаний .....	30
1.3 Результативность сделок М&А в кратко- и долгосрочной перспективе: методологический принцип интегральной оценки .....	47
<b>Глава 2 Методический подход эмпирической верификации влияния факторов на успешность слияний и поглощений</b> .....	57
2.1 Анализ эффективности сделок слияний и поглощений: зарубежный опыт и отечественная практика .....	57
2.2 Формирование совокупности сделок М&А для эмпирической верификации с учетом специфики российского рынка .....	77
2.3 Факторы результативности сделок М&А на российском рынке: выявление и систематизация .....	88
<b>Глава 3 Повышение финансовой отдачи от сделок слияния и поглощения на основе инструментария оценки</b> .....	96
3.1 Методический инструментарий оценки сделок М&А на основе влияния ESG-параметров на стоимость компаний .....	96
3.2 Разработка и апробация алгоритма оценки стоимости сделок М&А на основе ESG-компетенций покупателя .....	116
3.3 Совершенствование механизмов сделок М&А на основе разработанного инструментария .....	137
<b>Заключение</b> .....	147
<b>Список литературы</b> .....	149
<b>Приложения</b> .....	173

## ВВЕДЕНИЕ

**Актуальность темы исследования.** Процессы слияний и поглощений (Mergers & Acquisitions, M&A) давно закрепились в мировой практике в качестве надежного механизма роста и диверсификации компаний. Глобальный опыт совершения данных сделок свидетельствует, что M&A могут способствовать формированию стратегической гибкости, повышать конкурентоспособность компаний и закладывать основу для обеспечения долгосрочной устойчивости бизнеса, что особенно актуально в условиях неопределенности и разного рода изменений.

Современные методологии оценки результативности сделок слияний и поглощений, определяющие ключевыми мотивами последних финансовую синергию и увеличение доли на рынке, основаны преимущественно на учете финансовых и операционных показателей. На наш взгляд, без учета нефинансовых факторов невозможно комплексно оценить успешность сделки и последствия интеграции. Исходя из этого целесообразной представляется разработка интегрального подхода, предполагающего включение в анализ ESG-факторов. Это поможет восполнить пробелы в традиционных финансовых моделях и отразить роль экологических, социальных и управленческих факторов в достижении успеха M&A.

В России, несмотря на отток западного капитала и вывод активов, рынок слияний и поглощений не утратил своей динамики и вопреки ожиданиям стагнации демонстрирует устойчивую активность, обусловленную процессами импортозамещения, санации активов, изменением структуры собственности и формированием новых инвестиционных альянсов с партнерами из дружественных государств. Однако существующие модели оценки финансовых эффектов M&A оперируют преимущественно стандартными мультипликаторами и не учитывают многофакторную природу успеха сделки, не охватывая средние и малые M&A-

сделки, формирующие текущую динамику рынка. В этой связи возникает объективная потребность в выявлении и систематизации факторов, определяющих результативность сделок M&A на российском рынке. В условиях растущего внимания инвесторов, регуляторов и стейкхолдеров к устойчивому развитию на первый план выходят факторы, ранее считавшиеся второстепенными. ESG-факторы превращаются в определяющие параметры при принятии инвестиционных решений, игнорирование которых при оценке сделок M&A может приводить к стратегическим ошибкам, недооценке рисков и прямым финансовым потерям. В предлагаемой систематизации ESG-факторы занимают ключевое место, поскольку соответствие ESG-профилей компаний служит индикатором долгосрочной устойчивости сделки, а их значительные разрывы – источником репутационных, регуляторных и финансовых рисков после интеграции.

Вместе с тем интеграция ESG-факторов в оценочные модели сталкивается с отсутствием методического инструментария: не разработаны подходы к оцениванию того, как экологические, социальные и управленческие аспекты целевой компании или самого покупателя влияют на итоговую стоимость сделки. Необходимо создание алгоритма, который позволил бы оценивать стоимость M&A с учетом ESG-компетенций приобретающей стороны, а не только традиционных мультипликаторов.

Таким образом, актуальность исследования обусловлена необходимостью восполнения теоретических, методических и эмпирических пробелов в оценке результативности сделок M&A на российском рынке, включая учет экологических, социальных и управленческих факторов, что и предопределило цель и задачи работы.

**Степень разработанности проблемы.** Фундаментальные теоретические и методологические основы анализа сделок M&A исследовались в трудах видных зарубежных и российских ученых, таких как С.А. Алексеев, О.М. Алиев, И. Ансофф, А.В. Байкова, Р. Брейли, Е.К. Булгакова, С.А. Григорьева, М.В. Денисов, М. Дженсен, А.Н. Ибрагимова, А.В. Козлов, Р. Коуз, Д.В. Лысенко, С. Майерс, В.А. Маняева, Д. Норт, А.Д. Радыгин, Р. Ролл, Дж. Стиглер,

В.Л. Тамбовцев, М.А. Штефан и др. Работы данных исследователей раскрывают понятие корпоративных объединений, их мотивы, механизмы и возможные эффекты.

Финансовые аспекты интеграций компаний, методы оценки их стоимости, расчета синергетических эффектов, а также вопросы оценки эффективности сделок слияний и поглощений исследуются в трудах таких зарубежных ученых, как П. Гоу, А. Дамодаран, Т. Коупленд, С. Майерс, Дж. Уэстон, и в работах отечественных ученых, в числе которых А.Г. Грязнова, В.В. Ковалев, Е.В. Никифорова, М.А. Федотова и др.

Работы перечисленных выше ученых вносят большой вклад в изучение рассматриваемой темы и обладают несомненной научной ценностью, тем не менее на сегодняшний день нет единого методологического подхода, позволяющего выявить как краткосрочные, так и долгосрочные эффекты интеграции компаний. Имеющиеся исследования сосредоточены преимущественно на двух направлениях: либо проводят событийный анализ, констатирующий аномальный рост стоимости акций компаний при объявлении сделки слияния или поглощения, либо сравнивают финансовые показатели до и после сделки M&A на основе бухгалтерских расчетов.

Факторы, оказывающие влияние на успешное совершение сделок слияний и поглощений, рассмотрены в трудах Ю.Б. Винслава, Р.М. Качалова, Д.С. Львова, Е.В. Лукашовой и др. Исследованию современных тенденций, включая влияние ESG-факторов (экологических, социальных и управленческих) на процессы M&A, посвящены труды зарубежных исследователей, таких как Дж. Богерт, С.Л. Гиллан, Дж.Ф. Колбель, Б. Корнелл, М. Ли, К. Паркинсон, Л.Х. Педерсен, Л.Т. Старкс, С. Хельшер, В. Яги, и российских ученых – А.Е. Бойко, А.М. Губернаторова, О.В. Ефимовой, И.В. Князевой, И.В. Липсица, А.О. Логиновой, Т.Н. Малофеевой, В.В. Назаровой, А.Ю. Симановской. В работах данных исследователей учитывается преимущественно краткосрочное влияние факторов на результативность сделок. Вне рамок анализа остаются долгосрочные эффекты, связанные с систематизацией факторов успеха M&A с учетом параметров

устойчивого развития, отдельным вкладом экологической, социальной и управленческой компонент в стоимость компаний-участниц, а также межотраслевым распространением последствий интеграции.

Таким образом, несмотря на значительный объем исследований в области M&A, отсутствие систематизированного методического инструментария для оценки долгосрочного влияния факторов устойчивого развития на результаты сделок обусловило определение цели, задач и структуры данного диссертационного исследования.

**Цель диссертационной работы** – развитие методического инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A на основе интегрального подхода, учитывающего стоимостные, финансовые и налоговые составляющие, а также влияние ESG-факторов.

Для достижения цели поставлены следующие **задачи**:

- систематизировать теоретические подходы к оценке финансовой результативности сделок M&A и предложить методологический принцип многокомпонентной оценки результативности сделок M&A;

- выявить и обосновать факторы, влияющих на результативность сделок M&A;

- предложить методический инструментарий оценки сделок M&A, учитывающий влияние ESG-параметров на финансовую результативность компаний;

- разработать и апробировать алгоритм оценки стоимости сделок M&A;

- предложить практические направления по совершенствованию механизмов реализации сделок M&A.

**Объектом исследования** выступают сделки слияния и поглощения российских компаний и их результативность.

**Предмет исследования** – методический инструментарий оценки финансовой результативности сделок M&A.

**Область исследования.** Работа выполнена в соответствии с Паспортом научной специальности 5.2.4. Финансы (п. 15 «Корпоративные финансы.

Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент», п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»).

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в решении научной задачи обоснования теоретико-методических и практических подходов по развитию инструментария оценки финансовой результативности сделок M&A на основе интегрального подхода, учитывающего не только финансовые, но и не менее важные нефинансовые ESG-факторы, что позволяет сформировать целостное понимание механизмов влияния данных факторов на стоимость сделок слияний и поглощений на российском рынке и, как следствие, оценивать справедливую стоимость сделки.

Основные результаты, полученные лично автором и определяющие научную новизну диссертации, заключаются в следующем:

**1.** На основе систематизации теоретических подходов к оценке финансовой результативности сделок M&A обоснован методологический принцип многокомпонентной оценки сделок, интегрирующий стоимостные, финансовые и ESG-параметры (данные ESG-рейтингов, индекс корпоративного управления, экологическая и социальная результативность). Доказано, что использование предложенного принципа позволит перейти от фрагментарного анализа, основанного на стандартных мультипликаторах, к комплексной диагностике результативности сделок. Раскрыта особенность предложенного принципа, заключающаяся в возможности сопоставимой количественной оценки разноплановых аспектов успеха интеграции (операционных, финансовых и нефинансовых) в рамках единой концептуальной системы, что расширяет границы анализа результативности M&A за пределы традиционного финансового подхода (п. 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент»).

**2.** На основе анализа зарубежного опыта и российской практики сделок M&A выявлена и дополнена система наиболее значимых факторов результативности, объединяющая две группы: традиционные факторы успеха (синергия издержек, эффект масштаба), которые оценивают преимущественно краткосрочные

операционные эффекты, и факторы, оказывающие долгосрочное влияние на стоимость активов и компании в целом при проведении M&A. Определен сдвиг от традиционных финансовых факторов к новым драйверам результативности – ESG-повестке, которая из факультативного критерия превращается в ключевой фактор долгосрочной устойчивости объединенной компании. Определено, что особенностью предложенного подхода является интеграция ESG-факторов с традиционными факторами в единую систему, что позволяет преодолеть фрагментарность существующих подходов к оценке результативности сделок M&A и оценивать как краткосрочные операционные эффекты, так и долгосрочное влияние сделок на стоимость компании и ее активов (п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»).

**3.** На основе анализа панельных данных российских компаний предложен и верифицирован многофакторный регрессионный подход, количественно дифференцирующий вклад экологического (E), социального (S) и управленческого (G) компонентов ESG в формирование рыночной капитализации в контексте M&A-сделок. Эконометрически доказана гипотеза о приоритете ESG-факторов, где ключевым драйвером стоимости выступают не абсолютные показатели цели, а ESG-компетенции компании-покупателя, которые, передаваясь приобретаемому активу, создают дополнительную справедливую стоимость. Результаты регрессионного анализа выявили последовательность влияния компонентов ESG на рыночную капитализацию: фактор корпоративного управления (G) обладает наибольшей прямой статистической значимостью и максимальным синергетическим эффектом при взаимодействии с переменной M&A, обеспечивая совокупный прирост капитализации (п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»).

**4.** На основе системного анализа рыночных данных предложен алгоритм оценки стоимости сделок M&A, включающий классификацию типов сделок по потенциалу ESG-трансформации, формализованный выбор оптимальной стратегии интеграции на основе многокритериальной оптимизации данных, а также количественную оценку стоимости через синтез предлагаемого мультипликатора

P/ESG и традиционной модели EV/EBITDA, скорректированной на стратегическую премию. Раскрыта специфика предложенного алгоритма, заключающаяся во введении и обосновании группового мультипликатора P/ESG, который определяет «справедливую» стоимость для сделок с участием стратегических и государственных покупателей, капитализируя их ESG-рейтинг (п. 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент»).

5. На основе анализа мировой и российской практики, а также результатов исследования предложена комплексная система мер по совершенствованию механизмов сделок M&A на основе ESG-трансформации. Отличительной особенностью предложенной системы является ее структурированность по уровням воздействия (внутрикорпоративные, рыночные, государственные) и дифференциация рекомендаций для публичных и непубличных компаний, что обеспечивает целостный подход к повышению результативности M&A на микро- и макроуровне и позволяет компаниям системно управлять всеми этапами сделки – от стратегического планирования до пост-интеграционного управления (п. 16 «Оценочная деятельность. Оценка стоимости предприятия (бизнеса), активов и прав»).

**Методология и методы исследования** включали широкий комплекс научных и специальных подходов, которые были выбраны в соответствии с целями работы. Основой исследования послужили фундаментальные положения теорий слияний и поглощений, корпоративных финансов и стоимостного управления, а также труды ведущих отечественных и зарубежных ученых, специализирующихся на оценке результативности M&A.

В работе использовались методы сравнительного анализа, систематизации, научной абстракции, индукции и дедукции, что позволило сформировать концептуальные основы исследования и проследить развитие теоретических подходов. Проверка гипотез о влиянии на финансовую результативность сделок слияний и поглощений тех или иных факторов, а также построение многофакторных моделей осуществлялись с использованием статистических и

эконометрических методов, а именно корреляционного, регрессионного, дисперсного анализа, анализа панельных данных, что дало возможность установить статистическую значимость влияния факторов, выявить зависимости.

В целях определения типичных профилей сделок, их группировки по признакам применялись методы многомерного анализа – факторный, кластерный, дискриминантный анализ. Методы финансового анализа и оценки стоимости компаний позволили оценить финансовые результаты последних и выработать систему показателей эффективности сделок слияний и поглощений. Оценить общую эффективность данного вида сделок, выработать практические рекомендации по ее повышению позволили экспертные подходы и методы принятия управленческих решений, ставшие важной частью методологии исследования.

Особая значимость в работе отведена методам эконометрического моделирования, с помощью которых стало возможным количественно оценить влияние на финансовую результативность сделок слияний и поглощений различных факторов – как традиционных, так и ESG. Полученные модели установили статистическую значимость выявленных зависимостей и дали более точную оценку влияния различных факторов на успех M&A.

Теоретическую базу исследования составляют синергетическая теория, теория агентских издержек, теория гордыни, теория транзакционных издержек, ресурсная теория, а также институциональная теория и теория реальных опционов.

**Информационной базой исследования** стали официальные статистические отчеты Росстата, Минэкономразвития и Банка России, а также корпоративная отчетность и данные фондовых бирж по участникам сделок M&A. Использовались аналитические обзоры и статистика международных консалтинговых компаний, таких как KPMG, PwC, Deloitte, EY, BCG и McKinsey. В качестве дополнительных источников применялись базы данных Bloomberg, Thomson Reuters, Dealogic и СПАРК, а также рейтинги в области устойчивого развития (RAEX-Europe, АКРА, Sustainalytics, MSCI). В исследовании нашли отражение результаты публикаций

российских и зарубежных ученых, материалы конференций, монографии ведущих экспертов и результаты собственных расчетов автора.

**Теоретическая значимость исследования.** Работа дополняет и расширяет классические теории стратегического менеджмента и корпоративных финансов, развивая подход к оценке финансовой эффективности сделок слияний и поглощений с учетом факторов устойчивого развития. Результаты расширяют понимание механизмов создания стоимости при слияниях, связывая ESG-трансформацию с долгосрочной финансовой устойчивостью и открывая новые перспективы в управлении при объединении компаний с разными профилями устойчивого развития.

**Практическая значимость исследования.** Выводы и рекомендации, представленные в диссертации, имеют существенную практическую ценность и могут быть применены: корпоративными управляющими и финансовыми директорами – для совершенствования методик оценки целевых компаний, повышения обоснованности инвестиционных решений в рамках сделок M&A и разработки эффективных планов пост-интеграционного управления; инвестиционными аналитиками и консультантами – в процессе проведения комплексной проверки и стоимостной оценки компаний для учета влияния ESG-факторов на долгосрочную финансовую эффективность сделок; менеджерами по стратегическому развитию – при формировании M&A-стратегии компаний, выборе потенциальных целей для поглощения и оценке синергетических эффектов; в образовательном процессе – при преподавании учебных курсов «Корпоративные финансы», «Слияния и поглощения», «Оценка стоимости компании», «Устойчивое развитие бизнеса» в вузах экономического профиля. Разработанный методический инструментарий позволяет повысить точность прогнозирования финансовых результатов сделок M&A и может быть адаптирован для применения в различных отраслях экономики с учетом их специфики.

**Степень достоверности и апробация результатов исследования.** Основные положения исследования были успешно апробированы и получили одобрение на конференциях разного уровня, таких как: XXI Международная

научно-практическая конференция «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса» (г. Москва, 2025 г.), XXVII Международная научно-практическая конференция «Стоимостная оценка в России: новые вызовы и перспективы» (г. Москва, 2025 г.), XII Международный научный конгресс «Развитие предпринимательства: межотраслевые приоритеты, современные механизмы, консолидация интересов» (г. Москва, 2024 г.), V Всероссийская научно-практическая конференция «Инвестиции в меняющемся мире» (г. Москва, 2023 г.), XIII Международная научная конференция «Проблемы современной экономики и институциональная теория – 2022» (г. Москва, 2022 г.).

Результаты диссертации применяются в деятельности Министерства экономического развития и промышленности Владимирской области, а также в учебном процессе Владимирского государственного университета имени Александра Григорьевича и Николая Григорьевича Столетовых при преподавании ряда дисциплин, таких как «Корпоративные финансы», «Слияния и поглощения», «Оценка стоимости компании», «Устойчивое развитие бизнеса», что подтверждается справками о внедрении.

**Публикации.** По теме исследования опубликовано 11 научных работ общим объемом 6,03 печ. л. (вклад автора – 5,78 печ. л.), в том числе 5 статей в изданиях, входящих в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенных ВАК Минобрнауки России.

**Объем и структура исследования.** Структура диссертации определена поставленной целью и задачами. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 185 источников, приложений. Объем диссертации – 196 страниц, текст дополнен 32 таблицами и 21 рисунком.

## **Глава 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ КОМПАНИЙ**

### **1.1 Систематизация теоретических подходов к слияниям и поглощениям в бизнесе**

Процессы слияний и поглощений (Mergers & Acquisitions – M&A) зародились в Соединенных Штатах Америки более 100 лет назад благодаря созданию в 1879 году предпринимателем миллиардером Джоном Рокфеллером одного из первых по величине в Соединенных Штатах треста, что послужило отправной точкой в создании рынка M&A, где товаром выступают либо активы предприятия, либо его акции [100].

Родоначальниками разнообразных подходов к осмыслению экономической сущности M&A-процессов стали зарубежные исследователи (И. Ансофф [144], А. Берли, Г. Минз [146], А. Либман, С. Монтгомери, П. Гохан, С. Рид, А. Лажу, Г. Динз, Ф. Крюгер, С. Зайзель [32], М. Дженсен [31], Р. Ролл [179], П. Моросини, У. Стеджер, Дж. Галпин, М. Хеджсон, Ф. Эванс, Д. Бишоп [141] и др.), расценивающие данные процессы, когда в результате рыночной конкуренции происходит переход компании от одного к другому субъекту экономики, который реализует более результативную стратегию, направленную на развитие компании. Н. Манне охарактеризовал M&A-сделки как один из эффективных механизмов рыночного упорядочения эффективности хозяйственной деятельности. Он считал, что именно M&A-процессы делают возможным решать эти задачи наиболее результативным способом [160].

Поскольку достижение положительного экономического эффекта путем осуществления M&A-сделки сопряжено с большими издержками, некоторые

исследователи, испробовав другие конкурентные рыночные механизмы, видели в слияниях и поглощениях лишь крайнюю меру в преобразовании рыночных процессов (*discipline of last resort*) [153].

Эффективность сделок M&A на российском рынке детально рассмотрена в работах С.А. Григорьевой [28] и Р.М. Абузова [5], которые с применением событийного анализа выявили положительную реакцию рынка на объявления о сделках. Среди российских исследователей также следует отметить работы Р.О. Восканяна [21], посвященные анализу российского рынка слияний и поглощений, исследования Т. Лашук, М. Василевского и Е. Филатовой [170] по эффективности M&A в энергетическом секторе России, а также труды Е.Д. Сандлера и А.В. Ковалевской [112] по влиянию сделок M&A на финансовую устойчивость компаний.

M&A-рынок за все время своего существования носил волнообразный характер. Выделяют семь волн, наиболее важных в развитии процессов слияний и поглощений [115]:

- первая волна (1992–1997 годы) – политическая приватизация;
- вторая волна (1998–2002 годы) – передача собственности и рейдерство;
- третья волна (2003–2007 годы) – государство возвращается;
- четвертая волна (2008–2014 годы) – внутренняя консолидация и рост прозрачности;
- пятая волна (2014–2020 годы) – сдержанность, цифровизация, формирование экосистемы;
- шестая волна (2020–2022 годы) – пандемийный сдвиг в сторону e-commerce;
- седьмая волна (с 2022 года по настоящее время) – вынужденный рынок.

Политические аспекты легли в основу первой волны, ставшей временем образования крупнейших финансово-промышленных групп («Норильский никель», Сибур). Начавший свое формирование, рынок слияний и поглощений характеризовался зачастую отсутствием нормативного регулирования, спонтанностью сделок. Другой примечательный факт – передача активов в частные руки по заниженной цене.

Пройдя интенсивное перераспределение активов, российский M&A-рынок вступил во вторую волну своего развития, воплотившую кризис 1998 года. Это стало временем появления первых иностранных инвесторов, которые, однако, направляли свои силы преимущественно на рейдерские захваты и враждебные сделки, ставшие в итоге системным явлением. Активы, оцениваемые в миллиарды, «уходили» за символические суммы («Уралмаш» был куплен всего за 3,72 млн долл., «ЗИЛ» – за 4 млн долл. США), чему способствовали недоработки в законодательстве, коррупция и низкий уровень конкуренции.

Третья волна приобрела важную характеристику – прозрачность благодаря развитию фондовых площадок и укреплению законодательства. В сделках начали принимать активное участие государственные компании и банки, увеличилось число крупных сделок (создание ТНК-ВР). Враждебные сделки сохранялись, иногда с участием госструктур, составляя до 40%.

Наряду с этим наблюдалась консолидация ключевых отраслей при поддержке государства, росло количество трансграничных сделок, происходила экспансия на зарубежные рынки, а сделки слияний и поглощений становились многоэтапными и усложнялись использованием офшоров. В числе других ключевых тенденций периода обозначим введение новых законов, ужесточение требований к иностранным инвестициям и установление антимонопольных ограничений.

В целом сочетание рыночных механизмов с усилением государственного влияния стало ключевой особенностью данной волны развития M&A в России, когда формировалась уникальная экосистема, в которой слияния и поглощения происходили как в формате частных сделок, так и в рамках ГЧП.

Следующая волна слияний – четвертая – заняла период с 2008 по 2014 год. Это было временем внутреннего укрепления рынка, снижения доли иностранных инвестиций и повышения раскрытия информации по сделкам (с 30% до 70%). В качестве примера важной сделки данного периода можно отметить покупку ТНК-ВР. Сумма сделки, ставшей крупнейшей в российской истории, составила 56 млрд долл. США.

Перечислим основные тенденции данного периода:

- консолидация внутри холдингов, например, создание Объединенной авиастроительной корпорации и «Ростеха»;
- участие госкомпаний, таких как «Роснефть», «Газпром», ВТБ и Сбербанк, которые становились драйверами рынка;
- изменение структуры иностранного участия: акцент на портфельные и стратегические партнерства, меньшие доли с опциями на рост;
- усиление регуляции: законы о конкуренции, иностранных инвестициях и стратегических предприятиях, повышение контроля ФАС.

Кризис 2008–2009 годов временно приостановил сделки, но открыл возможности для приобретений по низким ценам, что привело к волне консолидации в 2010–2012 годах.

С появлением БРИКС также наблюдается новая фаза слияний и поглощений с 2011 года, которые становятся более трансграничными. Некоторые ученые связывали эту тенденцию с началом седьмой волны слияний, но опять же многие считали, что шестая волна все еще продолжается.

К 2014 году рынок стал зрелым: появились профессиональные команды, развивались финансовые рынки для финансирования крупных сделок.

Пятая волна стала неоднозначной: с одной стороны, активность крупных компаний снизилась ввиду введения санкций, падения цены на нефть, ограничений внешнего финансирования, с другой – появились новые экосистемы: Сбер, МТС, Яндекс и VK начали покупать цифровые активы. Цифровизация и автоматизация получили большую популярность, иностранные инвесторы все чаще покупали активы.

Данному периоду также были присущи определенные тенденции. Так, следует назвать переосмысление целей сделок, когда от роста и синергии внимание перешло к повышению эффективности, снижению затрат и созданию устойчивых бизнес-моделей для диверсификации рисков. Другой тенденцией стало увеличение доли среднего бизнеса (с 15% до 35%), обусловленное повышением гибкости и уменьшением зависимости от внешнего финансирования. Изменилась и география сделок – с 12% до 28% выросла доля иностранных инвесторов из Китая, Южной

Кореи и Японии. Наряду с этим банки и технологические компании (например, Сбер, МТС) начали формировать комплексные предложения, и это изменило подход к сделкам, повысив важность стратегической ценности и укрепление экосистемы. Среди отраслей обозначились новые лидеры, вытеснившие традиционные (ТЭК, металлургия) – ИТ, финтех, электронная коммерция, объем сделок которых вырос в 4 раза.

Все вышеперечисленное сформировало к 2021 году новую архитектуру рынка и подготовило его к дальнейшим изменениям в условиях геополитической нестабильности.

Шестая волна изменений связана с пандемией коронавируса, которая выступила основополагающим фактором снижения инвестирования традиционных секторов экономики. Значительно вырос интерес к цифровым услугам и электронной коммерции. Для последней это время стало прорывным в плане развития. В качестве примеров тренда укажем покупку Сбером сервиса Okko, участие «Мегафона» в Start, приобретение студии Deus Craft Mail.ru Group.

Ключевые особенности седьмой волны: массовый уход иностранных компаний с российского рынка, продажа активов. Общий объем сделок удалось сохранить на уровне 2021 года, однако рост был вынужденным и обусловленным санкциями, а сделки – реакцией на внешние ограничения. Усилия были направлены на импортозамещение и достижение технологической независимости. Активы приобретались исключительно в странах, не числящихся в санкционных списках.

Заводя речь о современном российском рынке слияний и поглощений, следует констатировать, что на нем происходят существенные изменения и преобразования. Наблюдается преобладание внутренних сделок и сокращение международной экспансии, при этом число участников уменьшается, а задачи технологического суверенитета возводятся в приоритет. Возникает вопрос: формируется ли новая стабильная модель рынка или эти процессы – лишь временная адаптация к внешним и внутренним шокам? Для ответа необходимо провести комплексный анализ мотивации, эффективности и системных особенностей современных сделок, а также их долгосрочной ценности в новой экономической реальности.

Слияния и поглощения – понятие, используемое в отношении реорганизации юридического лица за рубежом, достаточно давно и прочно утвердилось и в России [47]. В российском законодательстве «слияние и поглощение» закреплено как реорганизация юридических лиц [15].

Выделяют большое количество аспектов к определению и группировке M&A-сделок. Согласно мнению В. Портновой, в однобокой интерпретации под термином «слияние» понимается «переход всех обязанностей и прав нескольких компаний новому юридическому лицу в ходе реорганизации» [100].

Изучение процессов M&A позволяет рассматривать данное понятие с двух сторон – юридической и экономической. С юридической точки зрения процессы M&A анализируются в контексте реструктуризации юридических лиц (согласно российскому законодательству), с экономической – понимаются в значении установления контроля над компанией и ее активами, влекущего за собой юридические последствия. Таким образом, два обозначенных выше понятия на практике существуют неразрывно.

Понятие слияний и поглощений целесообразно рассматривать в качестве определенной совокупности сделок, связанных с передачей корпоративного контроля во всех формах (в том числе покупка и обмен активами). К сделкам M&A можно отнести следующие: слияния (преобразование организаций в одну), поглощения (рассматриваемое по двум направлениям: вхождение в структуру компании-реципиента или враждебный захват – «takeover» [24]), покупка организаций, изменения в структуре собственности (рекапитализация), реорганизация (в том числе продажа бизнес-единицы – «spin off») и пр. [13].

Отличительной чертой сделок слияния является сохранение у акционеров покупаемой организации прав на акции новообразованного общества [32]. Присоединение (поглощение) компании представляет собой приостановление действия одной или нескольких организаций и передачу другой всех прав и обязанностей присоединившегося субъекта в соответствии с передаточным актом. В процессе поглощения компания-инициатор производит выкуп у акционеров приобретаемой компании большую часть акций (или все акции), вследствие чего

права у акционеров покупаемой организации на акции новообразованного общества не сохраняются.

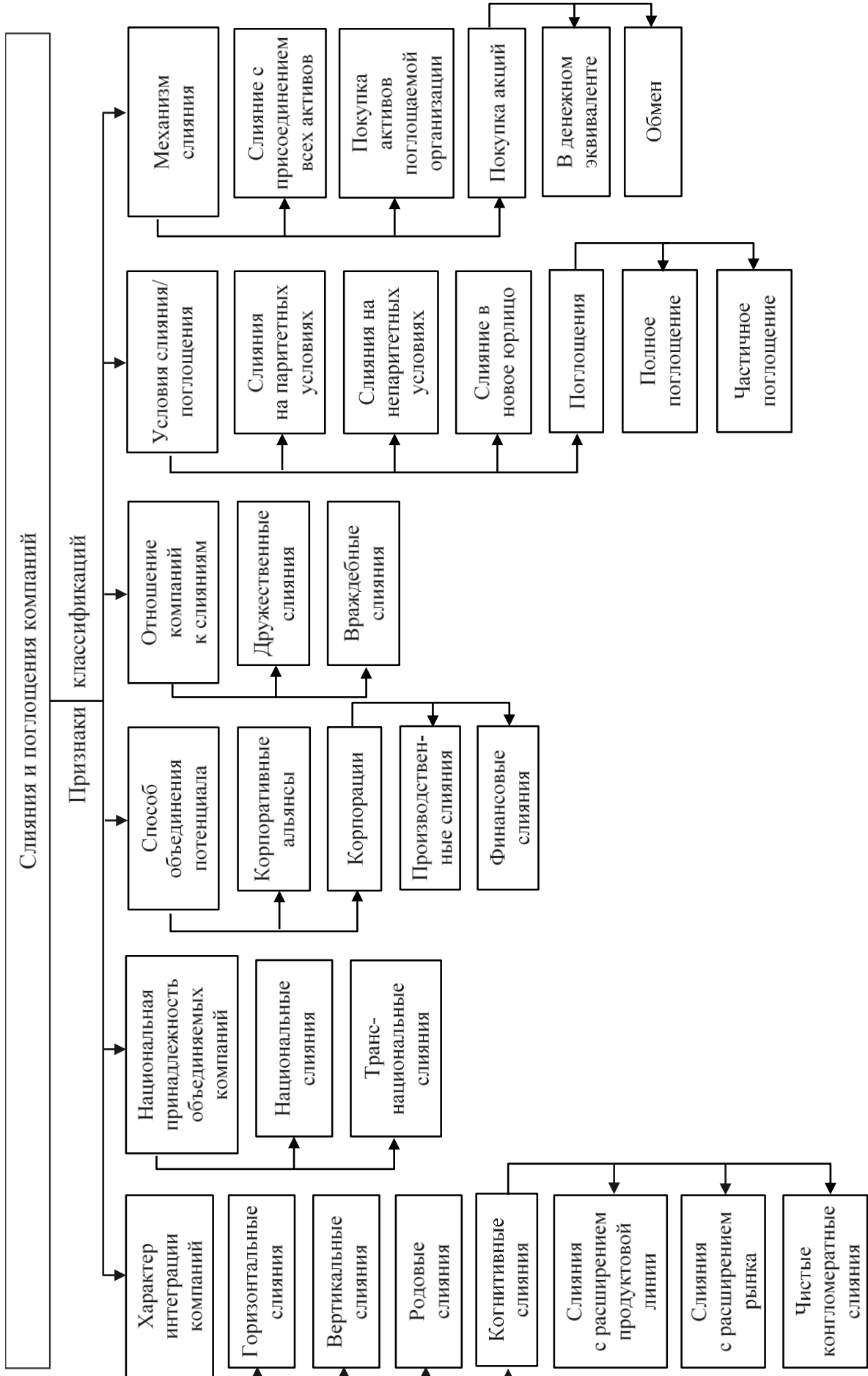
Таким образом, слияние с экономической точки зрения подразумевает операцию передачи всех функций управления и владения, обязанностей и прав, активов реорганизуемых хозяйствующих субъектов новой организации с сохранением при этом состава собственников. Поглощение компаний предусматривает приостановление деятельности юридического лица, в том числе передачу всех прав, обязанностей и активов другой, ранее созданной организации, включая переход контроля над деятельностью компании и приостановление существования поглощенного участника сделки.

Проводя анализ процессов М&А, следует обратить внимание на их неоднородный состав. Существует множество разнообразных видов М&А, содержание которых находит свое отражение в классифицирующем признаке. Следовательно, одна сделка может быть представлена в разных вариациях, завися от критерия, по которому классифицируются М&А.

В современных условиях глобализации объединение организаций во всех его проявлениях и формах (в частности, в форме М&А) является актуальной тенденцией. В связи с этим для более детальной проработки теоретических аспектов процесса слияний и поглощений целесообразно уделить внимание типам организационных форм интеграции компаний и отметить их особенности.

Выделяют следующие организационные формы интеграции компаний: холдинг, концерн, конгломерат, финансово-промышленные группы, трест, картель, пул, ассоциация, консорциум, альянс, синдикат. При этом первые пять форм относятся к наиболее жестким формам по сравнению с остальными шестью.

Существуют различные классификации процессов М&А. Многие исследователи подходят к классификации типов слияния и поглощения предприятий путем выделения таких наиболее важных признаков данных процессов, как характер интеграции предприятий, национальная принадлежность объединяемых предприятий, способ объединения потенциала, условия слияния,



**Рисунок 1 – Классификация типов слияний и поглощений предприятий**

Примечание – Составлено автором: [133].

механизм слияния, отношение предприятий к слияниям [63; 74; 102; 134] (рисунок 1).

Слияние двух компаний с аналогичными продуктовыми линейками, в результате чего образуется более крупная организация с большей долей рынка, – это горизонтальное слияние. Оно способствует получению преимуществ увеличения объема производства при снижении эксплуатационных расходов, очевидно, в пользу эффекта масштаба.

Вертикальное слияние – это слияние двух неконкурирующих компаний, явно не занимающихся одной и той же сферой деятельности, безусловно, приносящее пользу компаниям с улучшенной цепочкой поставок, экономической эффективностью и повышенной прибыльностью. Вертикальные слияния могут происходить как в форме прямой интеграции, так и в форме обратной интеграции.

Слияния конгломератов объединяют две компании, которые работают на разных рынках с разными продуктовыми линейками. В результате слияния конгломератов приобретающая компания получает разнообразие в своем продукте, а также в бизнес-портфеле. Характерно, что слияния конгломератов могут быть чистыми, географическими или могут быть связаны с расширением ассортимента продукции.

Основопологающим в анализе сделок слияний и поглощений предприятий выступает определение мотивов (причин), которые заставляют участников совершать сделки M&A. Главная идея *синергетической теории*, которая как раз и объясняет мотивы участников осуществлять интеграцию своих капиталов, – получение синергетического эффекта или синергии (в переводе с греч. *synergeia* – сотрудничество, содействие) – является результатом совместной деятельности нескольких объектов, следствием которой предстает объединение в единое целое результатов, полученных каждым по отдельности.

Наряду с эффектом синергии существует *эффект обратного синергизма*, суть которого определяется возможностью более эффективной деятельности участника после проведения процессов реорганизации неэффективного

подразделения и повышения стоимости участника, что в числовом значении означает следующее:  $2-1 > 1$ .

В современной экономической теории управления существуют основополагающие теоретические концепции, которые определяют причины и мотивы слияний компаний [23]: теория транзакционных издержек [31], теория синергии, теория агентских отношений, теория рыночной власти [122], ресурсная теория фирмы [12], институциональная теория [90], теория жизненного цикла отрасли [44], интеграционная теория [161], теория асимметричной информации [6], теория реальных опционов [81], теория гордыни (поведенческая теория). Далее рассмотрим теорию синергии, теорию агентских издержек свободных потоков денежных средств и теорию гордыни.

Остановимся более подробно на каждой из теорий.

В исследовании Л.М. Шматкова [137] подчеркивается, что сделки M&A обеспечивают эффект синергии, повышая эффективность объединенных компаний и оказывая положительное влияние на экономический рост.

*Синергия* – одна из главных целей, которую компании хотят достичь посредством M&A-активностей. Идею часто называют реакциями, возникающими при объединении двух причин в одну. Когда синергия достигается за счет слияния, это может привести к большему эффекту экономии затрат, чем когда компании работают независимо (Guaghan, 2005). На практике используется математическая модель ( $2+2=5$ ) [66]. Таким образом, из данной концепции можно сделать вывод, что фирмы могли бы получить стоимость за счет достижения различных видов синергетических эффектов (финансовой, операционной и управленческой синергии) при слиянии.

Суть синергетической теории заключается в том, что все менеджеры объединенной компании действуют исключительно в интересах собственников компаний и делают все возможное для увеличения их благосостояния. Согласно теории, менеджеры будут только тогда заинтересованы в проведении M&A, когда в результате сделки произойдет увеличение активов их акционеров [51]. Стоит отметить, что синергетический эффект получают только в 32% сделок M&A [91].

*Теория агентских издержек свободных потоков денежных средств* базируется на ключевой роли владельца организации и нанятого менеджера (управляющего) компании. Основы теории агентских издержек свободных потоков денежных средств были исследованы и изложены М. Дженсенем в 1986 году [166]. Данная теория предусматривает конфликт интересов между акционерами компании и наемными менеджерами в вопросе движения свободных потоков денежных средств (речь идет об особенности размера дивидендов в пользу акционеров). Свободный поток денежных средств образуется в результате переизбытка финансовых средств компании, возникающего после финансирования всех возможных проектов, имеющих положительные чистые приведенные стоимости (NPV). Конфликт интересов возникает в случае создания значительных свободных потоков денежных средств. По словам Дженсена, менеджеры компании не обладают достаточными мотивами, способными направлять денежные потоки в пользу акционеров, а не вкладывать их в низкодоходные проекты с отрицательным значением NPV. Также другим примером проявления конфликта интересов является возможность оплаты собственного потребления менеджеров компании с помощью самой компании, которое выражается в форме представительских расходов (дорогих служебных автомобилей, отелей и др.), трансфертного ценообразования (заключение контрактов с компаниями, которые контролируют менеджеры, на более выгодных условиях, нежели существуют на рынке).

Интеграционные процессы в рамках данной теории обусловлены не наличием выгод для акционеров компании, а личными мотивами менеджеров, которые нацелены на реализацию проектов, основываясь на собственном представлении об эффективности. В том случае, когда созданные такими решениями агентские издержки возрастают до достаточно больших размеров, компания в большей степени подвержена стать объектом M&A.

Таким образом, неэффективный менеджмент может привести компанию к краху и послужить веской причиной поглощения компании другой, с более эффективной организацией.

В 1986 году Р. Ролл предложил теорию корпоративной интеграции – *теорию гордыни* [179]. Исследователь отметил, что процессы М&А компании не несут в себе синергетического эффекта, поскольку в большинстве случаев подобные эффекты переоценены. По мнению Р. Ролла, повышение стоимости акций компании-цели в процессе проведения слияния (согласно его исследованиям, почти все процессы М&А подобным образом влияют на рынок) вызвано не ожидаемым синергетическим эффектом от сделки, а получением премии слияния. Премия чаще всего завышена и, по сути, является излишней «гордыней» менеджеров компании-покупателя, полагающих о способности оценить стоимость покупаемой компании по сравнению с рынком.

По нашему мнению, данная причина сделок М&А компаний имеет много общего с ситуацией на российском рынке в настоящее время.

Собственники компаний реализуют свои амбиции в форме враждебного захвата конкурирующей фирмы. Данный факт подчеркивает ситуацию с развитием российского рынка М&А в контексте отсталости от мировых лидеров более чем на 20 лет. В настоящий момент на Западе преобладает слияние, имеющее сильно выраженный синергетический эффект, для России же в большей степени характерны враждебные захваты, движущим мотивом которых являются личные цели менеджеров или собственников.

Выделяют достаточно много классификаций причин и мотиваций М&А-процессов компаний.

Мотивы подразделяются, например, на экономические, технологические, организационные или социальные, то есть классифицируются по области действия. Наряду с этим имеет место группировка мотивов с учетом отношения к их участникам, а также на внутренние и внешние.

Общепризнанно в науке все мотивы М&А подразделяют на операционные, финансовые, инвестиционные и стратегические (рисунок 2).

Рассмотрим более подробно первую группу мотивов (**операционные**) [40], в их числе:

- *экономия за счет увеличения масштабов деятельности* – достигается в результате объединения и сокращения затрат на содержание схожих функциональных подразделений, снижения удельного веса в общей себестоимости и по видам деятельности;

- *экономия за счет направления интеграции* – достигается зачастую при горизонтальной и вертикальной интеграции (редко при параллельной и круговой). Результаты: снижение части производственных затрат посредством слияния производств и удаления повторяющихся функций (при горизонтальной интеграции); повышение эффективности технологического процесса, снижение транзакционных издержек (при вертикальной);

- возможность наращивая ресурсы закрепиться на рынке *за счет роста занимаемой доли и/или снижения конкуренции*. Стремление участников обозначено желанием увеличения своей доли в отраслевом объеме продаж и расширением сбытовой сети благодаря заимствованию более сильных сторон;

- *интеграция*, благодаря которой происходит объединение взаимодополняющих ресурсов, что позволяет аккумулировать наилучшие ресурсы участников для открытия новых перспектив ведения бизнеса (например, за счет расширения ассортимента, внедрения новой технологии, научно-исследовательских разработок).

**К финансовым мотивам** относятся:

- *мобилизация финансовых ресурсов* – действенный инструмент для организации, которая испытывает дефицит мобильных активов;

- *использование избыточных ресурсов* участников, возникающих в ситуации, когда компания располагает значительными объемами средств, но в силу определенных обстоятельств (сложившаяся экономическая ситуация, специфика деятельности) не может их использовать. Перспектива приобретения свободных денежных потоков является одним из мотивов к интеграции;

- *диверсификация* – финансовый синергетический мотив, благодаря которому становится возможным получить *экономию на налоговых платежах*. Существует две составляющих данного мотива – *налоговые льготы* и *снижение налоговой базы*.

Появляется возможность использовать льготы участников, которые не в состоянии самостоятельно найти им применение (например, использование предприятием упрощенной системы налогообложения в виде единого налога на «доходы» / «доходы минус расходы» [1];



**Рисунок 2 – Типология мотивов слияний и поглощений**

Примечание – Составлено автором.

- *снижение налоговой базы* – использование больших амортизационных отчислений или убытков прошлых лет для того, чтобы снизить налогооблагаемую

базу. Согласно НК РФ, налогоплательщик может перенести убыток на будущий период (в течение 10 лет), где общая сумма переносимого убытка не может превышать 30% налоговой базы отчетного периода;

- *снижение затрат на финансирование* – весомый аргумент для проведения интеграции, поскольку стоимость привлечения капитала для отдельных единичных участников более высока, что объясняется обеспечением предоставленных займов активами только одного участника, а обязательства вновь образованного участника обеспечены активами партнеров. Как следствие – отсутствие рисков при интеграции участников, которые имеют неравное экономическое положение.

Вместе с описанными стандартными мотивами существуют также и *специфические мотивы*. Одним из примеров служит *интеграция с предприятием*, которое в настоящий момент испытывает трудности, соответственно, на их преодоление ему выделяются государственные денежные средства или проводится санация (путем реструктуризации его обязательств за счет списания большей их части). Иной вариант – включение предприятия в государственную программу развития и поддержки согласно направлению его деятельности.

**Инвестиционные мотивы.** Основной вид инвестиционных мотивов – *покупка активов*, которая включает в себя *приобретение имущества, НМА, прав/инструментов контроля* над другим участником. В последнем случае учитываются как доли акций в собственности, так и инструменты будущего получения контроля над другим участником (к примеру, имеющиеся обязательства с его стороны). Сюда также относят *компанию-регистратора*, которая ведет реестр интересующих организаций. В случае получения полной свободы контроля над организацией ради существующих у нее прав господства над организацией-мишенью можно говорить о *двойной интеграции*. Интеграции сопутствуют *высвобождение дублирующих активов и их реализация*, здесь можно брать во внимание *избавление от непрофильного имущества*. Таким образом, целью осуществления интеграции служит последующая распродажа активов с возможной

последующей экономией по уплате налогов (на имущество, земельный налог). В этом и отражается взаимосвязь мотивов интеграции [40].

Зачастую у участников появляются временно свободные ресурсы, при этом участники генерируют значительные потоки денежных средств, но не всегда имеют возможность их реинвестировать. В данном случае интеграцию целесообразно рассматривать в качестве инвестиционного проекта, используемого с целью размещения в нем избытка денежных средств. Дополнительный стимул размещения средств – опасность враждебной интеграции с участниками, заинтересованными в этих свободных денежных средствах.

Эффект осуществления инвестиционного проекта выражается возможностью получать *дивиденды* на вложенные в уставный капитал средства.

Инвестиционная привлекательность может заключаться также и в *неадекватной рыночной цене*, выражающейся двумя способами: 1) преобладание стоимости замещения и 2) преобладание ликвидационной стоимости. Если у владельцев возникает необходимость расширить бизнес более экономичным способом, чем создание организации с нуля, неплохим вариантом представляется интеграция, и в данном случае говорят о *преобладании стоимости замещения*. Причины данного кроются в зависимости стоимости компании от генерируемых доходов, стоимости аналогичных компаний и величины чистых активов.

Преобладание ликвидационной стоимости возникает в случае, когда стоимость чистых активов компании превышает цену, которая в настоящий момент существует на рынке. В результате участник-инициатор имеет возможность получения как более эффективно действующего предприятия, так и актива, имеющего более высокую стоимость.

**Стратегические мотивы.** Как показывает практика, на рынке во все времена были и присутствуют по сей день участники, имеющие возможность снизить затраты и повысить финансовый результат организации за счет проведения реорганизации аппарата управления, налаживания внутренних бизнес-процессов и повышения квалификации сотрудников.

Пользу от интеграции извлекают две стороны процесса: 1) желающие повысить свою эффективность и 2) непосредственно осуществляющие этот процесс. Обе стороны разделяют синергию от роста эффективности деятельности.

Зачастую подобные проблемы решаются *приобретением менеджмента*, что вызвано стремлением получить услуги менеджера или целой команды, которая показала свой профессионализм при решении проблем управления в определенной ситуации. При решении проблемы с менеджментом компании следует не забывать о получении других возможностей, таких как, например, *выход на новые географические рынки*.

Немного под другим углом аналогичные вопросы решаются с помощью *оказания воздействия на конкурента* благодаря получению прав контроля над ним. Данный мотив наиболее эффективен, если присутствует желание контроля с последующей ликвидацией нужной компании. Подобный подход решает проблему увеличения клиентской базы, снижения ценовой конкуренции. Мотив может принимать форму последующего обмена приобретенных прав на выгодных для инициатора условиях.

Рассматривая стратегические мотивы, важно понять трактовку такого мотива, как *размещение временно свободных ресурсов*. Интеграция представляет собой форму венчурного инвестирования, позволяющего размещать долгосрочные инвестиции с относительно высокой степенью риска в ожидании получения более высокой прибыли. Проекты опираются на практическое применение технологических новинок, результатов научных достижений. Венчурный бизнес является основным для некоторых участников рынка, использующих его процессы в рамках своей основной деятельности.

Проведя обзор мотивов слияний и поглощений, можно сделать вывод о том, что некоторые мотивы процессов М&А являются, на первый взгляд, достаточно аргументированными, однако практика свидетельствует об отсутствии возникновения дополнительной стоимости. Наиболее часто неудачные слияния и поглощения были вызваны сомнительными мотивами. К основным сомнительным мотивам слияний и поглощений относят диверсификацию бизнеса, снижение

затрат на финансирование, устранение конкурентов, финансовое манипулирование ожиданиями инвесторов. Наряду с этим выделяют некоторые специфические причины сделок M&A: сведение личных счетов, удовлетворение амбиций владельцев и директоров компаний. Очевидно, что экономические последствия таких слияний и поглощений являются неудовлетворительными, приводя к краху даже успешные компании.

## **1.2 Анализ подходов и методов оценки результативности сделок в целях слияний и поглощений компаний**

Увеличение числа сделок слияний и поглощений объясняется стремлением повысить капитализацию компаний, чтобы в дальнейшем более эффективно использовать их ресурсы. Ключевым аспектом определения целесообразности сделок (как будущих, так и совершенных), выступает точная оценка компании. В противном случае решение проведения M&A окажется нерациональным. Подтверждением служит мировой опыт: несмотря на увеличение числа сделок, требуемый эффект зачастую не достигается ввиду отсутствия добавочной стоимости для акционеров и организации-поглотителя.

Исследования, опубликованные Harvard Business Review, указывают, что весьма существенная часть M&A-сделок (доходящая до 80%) не приносит акционерам обещанного прироста капитала, напротив, сами инициаторы часто оказываются в проигрыше [131].

Одним из интереснейших фактов, подтверждающих вышесказанное утверждение, является исследование зарубежного ученого Роберта Брунера, получившее название «Метод опросов Брунера». Согласно данному методу, опрашиваются наемные менеджеры (управляющие) компании. Ключевой момент

при этом – опрашиваемые должны иметь опыт участия в сделках слияний и поглощений. Центром внимания исследований является вопрос о том, какую добавленную стоимость принесли M&A-сделки для компании. Традиционный набор вопросов, применимый к имеющимся данным, позволяет выявить общие принципы, которые работают для всех подобных сделок. Опираясь на представленные данные, можно отметить наиболее интересные исследования, основанные на опросах управляющих (таблица 1).

**Таблица 1 – Наиболее значимые исследования, основанные на опросах управляющих**

Период исследования	Объем и отраслевая выборка	Ключевые выводы и статистика эффективности
2010–2020 гг.	Мета-анализ 10 000+ сделок across-секторов (Harvard Business Review) [181]	Фундаментальная проблема: несмотря на развитие методологий, около 70–90% сделок не создают ожидаемой акционерной стоимости. Ключевой проблемой остается пост-интеграционный менеджмент
2015–2022 гг.	Более 800 сделок в технологическом секторе (McKinsey & Company) [183]	Парадокс технологических M&A: сделки, нацеленные на цифровую трансформацию, показывают на 25% более высокую волатильность результатов. Успех критически зависит от скорости интеграции культур
2018–2023 гг.	Анализ 420 «зеленых» и ESG-транзакций (Bloomberg NEF) [184]	Новый драйвер стоимости: сделки, мотивированные ESG-факторами, на 15% чаще превосходят рыночные ожидания в долгосрочной перспективе (3+ года)
2020–2024 гг.	Исследование 200+ SPAC-слияний (Bain & Company) [157]	Высокий риск новых форматов: более 60% компаний после SPAC-слияний показали результаты ниже прогнозов, а их акции просели в среднем на 50% и более
2022–2024 гг.	Кейс-анализ мега-сделок в фармацевтике (PwC, BCG) [182]	Стратегический сдвиг: сделки, нацеленные на укрепление R&D-портфеля, положительно оцениваются рынком. Создание стоимости идет за счет синергии в инновациях, а не сокращения издержек
2021–2023 гг.	Исследование 150 пост-COVID сделок (KPMG) [185]	Эффект «догоняющей» волны: после пандемийной паузы наблюдается всплеск активности, но каждая 3-я сделка сталкивается с переоценкой активов и проблемами логистической интеграции
Примечание – Составлено автором.		

В связи с этим возрастает актуальность исследования процессов слияний и поглощений современными учеными для поиска эффективных подходов и дополнительных конкурентных преимуществ, способствующих снижению затрат и увеличению дохода [55].

Основную причину провальных М&А-сделок, как считают многие исследователи, следует искать в неквалифицированной оценке предстоящего слияния. Помимо доходности компании необходимо учесть и проанализировать множество ее других характеристик, затем оценить, насколько компании удастся реализовать свой потенциал.

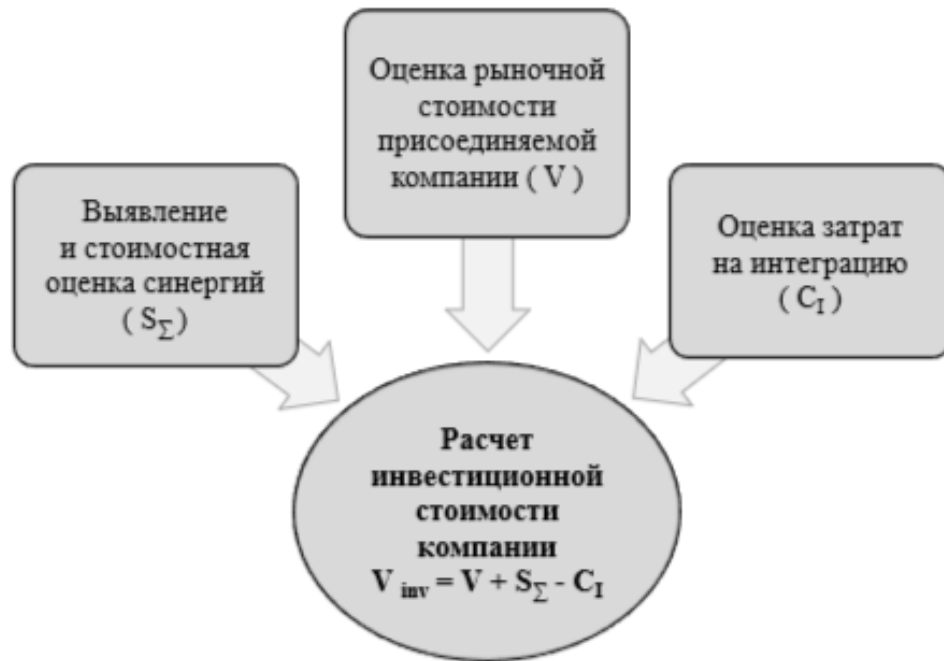
При оценке стоимости компании в контексте слияний и поглощений целесообразным представляется рассчитывать инвестиционную стоимость – максимальную сумму, которую экономически оправдано заплатить за компанию-цель. В ней, в отличие от рыночной стоимости, будет заложена еще величина синергии и вычтены интеграционные затраты. Здесь важно отметить, что размер данной стоимости будет различным для всех инвесторов, поскольку у каждого из последних своя мотивация: чем выше ожидаемый синергетический эффект от сделки, тем больше стоимость.

Наряду с инвестиционной стоимостью могут применяться и другие виды. Так, зачастую оценка активов производится исключительно по рыночной стоимости, однако данный вид стоимости не всегда применим в отношении М&А-сделок. Аргументировать данное утверждение можно противоречием между основными характеристиками рынка, позволяющими оценивать компанию по рыночной стоимости (открытая конкуренция, полная информация, отсутствие воздействия чрезвычайных ситуаций), и реальными условиями проведения М&А-сделок. В последнем случае часто наблюдается ситуация, когда за продаваемый актив нет конкуренции, а такие факторы, как, например, аспекты формирования синергетических эффектов, различная мотивация покупателей, выступают в качестве чрезвычайных обстоятельств.

Рассмотрение бизнеса как совокупности активов, которые можно при необходимости продать по отдельности, лежит в основе таких видов стоимости, как стоимость воспроизводства и стоимость замещения. Они также могут применяться к сделкам слияний и поглощений, однако результат зачастую бывает отрицательным. Исключением являются случаи, когда для совершения сделки

привлекаются заемные средства, и кредиторы озадачиваются вопросом реализации актива приобретаемой компании при варианте неоправданного прогноза.

В целом процедуру оценки для целей слияний [39] можно представить в виде рисунка 3. Подходы и методы оценки результативности демонстрирует рисунок 4.



**Рисунок 3 – Алгоритм расчета инвестиционной стоимости компании**

Примечание – Составлено автором.



**Рисунок 4 – Подходы и методы оценки результативности сделок M&A**

Примечание – Составлено автором.

Ряд ученых (например, А.М. Пирогов [96]) придерживаются мнения, что оценка результативность сделок слияний и поглощений базируется на двух в корне различных между собой подходах – перспективном и ретроспективном.

В основе **перспективного подхода** лежит сравнение затрат новой организации, ориентированных на будущие денежные потоки. Именно поэтому существует неточность относительно как планируемых поступлений денежных средств, так и таких ресурсов, как квалификация, навыки и опыт специалистов. Таким образом, перспективный подход к оценке эффективности сделок M&A имеет своего рода субъективность. Зачастую возможности целевой компании недооценены [101].

Перспективный подход к оценке результативности сделок базируется на трех методах (см. рисунок 4). Рассмотрим их подробнее.

*Метод чистых активов (затратный подход)* традиционно применяют к компаниям со стабильной историей работы, чтобы оценить их текущую стоимость [75]. Идея простая: берут затраты на воссоздание или замену объекта, вычитают износ. Наиболее вероятной причиной обращения к этому методу может служить ситуация, когда у бизнеса большой удельный вес средств. Тем не менее на практике для целей M&A метод не прижился – в основном потому, что он не учитывает возможный синергетический эффект. Его реальная ниша – сделки, где покупатель целенаправленно приобретает активы (как материальные, так и нематериальные) либо когда бизнес не способен создавать добавленную стоимость сверх своих активов.

В рамках данного подхода расчет может вестись к справедливой рыночной или к ликвидационной стоимости. На первом шаге, независимо от того, какой из двух вариантов выбран, необходимо перевести балансовые показатели (которые опираются на бухгалтерские проводки) в рыночные оценки. Для этого требуется добавить активы, не попавшие в учет, и исключить позиции, утратившие реальную ценность. Типичный пример последнего – списание безнадежной дебиторской задолженности. После такой корректировки обязательства компании приводятся к

текущей стоимости, и на основе полученных данных вычисляется итоговая стоимость бизнеса (собственного капитала):

$$СК = A_p - O_t, \quad (1)$$

где  $A_p$  – рыночная стоимость активов компании;

$O_t$  – текущая стоимость обязательств компании.

В ситуации, когда на рынке действует ряд схожих, аналогичных компаний, а сам рынок характеризуется открытостью информации, можно воспользоваться *сравнительным методом*. Его также называют *методом коэффициентов*. Суть достаточно проста и сводится к замещению, а главная идея звучит так: *«за объект заплатят не больше, чем стоит приобретение заменителя, обладающего эквивалентной полезностью»*.

Данный, как представляется, нетрудоемкий метод, подходящий для первоначальной оценки сделки, тем не менее имеет слабые места. Так, не всегда удается определить аналогичную компанию, особенно если рынок объектов собственности закрытый или развит не в полной мере (как в случае с отечественным рынком). Далее, расчет на основе средних коэффициентов может вызывать вопросы в силу своей неточности. И последнее ограничение, аналогичное вышерассмотренному методу чистых активов, – невозможность выявить синергетические выгоды, которые являются определяющими для слияний и поглощений.

Анализ по данному методу проводится следующим образом: сначала производят поиск отраслевых коэффициентов аналогичных компаний (чистая прибыль, выручка, активы и пр.), на основе которых далее рассчитываются рыночные мультипликаторы.

При определении стоимости компании для целей М&А чаще всего используются следующие мультипликаторы [141]:

- P/E – «цена / чистая прибыль» – данный мультипликатор используется большинством прибыльных компаний со стабильной структурой капитала и позволяет напрямую оценивать стоимость собственного капитала;

-  $P/S$  – «стоимость бизнеса / выручка» – отношение рыночной капитализации компании к ее валовой выручке. У данного мультипликатора есть и недостаток: показатель не учитывает разницы в эффективности операций сравниваемых компаний: предприятия с одинаковыми продажами могут иметь совершенно разную прибыльность, следовательно, они будут стоить по-разному;

-  $P/A$  – «цена/активы» – представляет собой рентабельность совокупного капитала (ROA). Корректнее будет вместо цены использовать показатель рыночной стоимости инвестированного капитала (MVIC), в результате получится стоимость инвестированного капитала;

-  $MVIC/EBIT$  или  $MVIC/EBITDA$  – один из самых распространенных мультипликаторов при оценке бизнеса в рамках M&A. В числителе – рыночная стоимость вложенного капитала, в знаменателе – прибыль до вычета процентов и налогов (или до вычета процентов, налогов и амортизации). Эти показатели включают в себя процентные затраты, но носят расчетный характер, а значит, анализировать их нужно особенно вдумчиво.

С помощью рассчитанных мультипликаторов можно оценить стоимость компании, при том что рыночная стоимость организации не должна быть больше приобретения предприятия-аналога с подобными характеристиками.

Сравнительный метод позволяет использовать три метода расчета стоимости. Для расчета стоимости компании используется принцип сделок и метод коэффициентов по отрасли. При определении стоимости миноритарного пакета акций наиболее практичным является способ предприятия-аналога.

Метод компаний-аналогов представляет собой более свободный выбор объектов сравнения (например, все представители отрасли в России и/или в Европе, в мире) и мультипликаторов-коэффициентов, с помощью которых рассчитывается стоимость обыкновенных акций ( $P/E$ ,  $P/A$ ,  $P/S$  и т.д.).

Однако важно отметить, что в современных российских условиях применение мультипликаторов является достаточно проблематичным из-за существующей специфики проведения отечественных сделок M&A, которая

связана с манипулированием прибылью организации, непрозрачностью информации и т.д.

В кризисных условиях сравнительный метод может быть применен только при наличии сделок M&A, которые аналогичны объекту, в отношении которого производится оценка. При этом необходимо наличие информации о совершенных сделках, которые состоялись в небольшой отрезок времени.

В зарубежных странах широко распространен *метод дисконтированных денежных потоков (DCF)*, суть которого сводится к прогнозу потоков денежных средств в будущем предприятия, которое планируют присоединить. Оценка результативности M&A-сделки требует сопоставления инвестиционных затрат с будущими выгодами, которые могут проявляться в виде прироста доходов или уменьшения расходов. Эти выгоды дисконтируют, приводя к текущему моменту, и сравнивают с уплаченной ценой. В качестве инструмента верификации обычно используют систему финансовых коэффициентов, а именно показатели оборачиваемости, доходности и др.

Метод дисконтированных денежных потоков лучше других учитывает инвестиционную составляющую, а сделки по слиянию и поглощению – это как раз классический пример таких вложений. Ведь любой покупатель бизнеса рассчитывает, что актив не просто вернет вложенные средства, а начнет приносить доход и увеличит благосостояние собственника.

Итак, ключевым требованием для применения метода DCF является положительное (прибыльное) функционирование предприятия и наличие ретроспективных данных. Оценка по данному этапу проводится в соответствии со следующими этапами [95]:

1. Выбор модели денежного потока (CF): для собственного капитала или для инвестированного.
2. Определение прогнозного периода (как правило, 3–10 лет).
3. Проведение анализа ретроспективной выручки и прогноза.
4. Изучение расходов предприятия и прогноз.
5. Анализ и прогнозирование инвестиций.

6. Прогнозирование DCF на каждый год прогнозного периода. Осуществляется по трем возможным сценариям: наиболее вероятному, пессимистическому и оптимистическому.

7. Определение и расчет ставки дисконтирования.

8. Расчет приведенного значения DCF и оценка постпрогнозной стоимости.

9. Распределение весовых коэффициентов между сценариями и расчет итоговой стоимости компании, внесение поправок.

На первом этапе происходит выбор модели денежного потока. Порядок расчета по каждой из моделей приведен в таблице 2. Применяя модель для собственного капитала, рассчитывается рыночная стоимость акционерного капитала компании.

**Таблица 2 – Модели денежного потока по видам капитала**

Модель CF для собственного капитала		Модель CF для инвестиционного капитала	
Действие	Показатель	Действие	Показатель
	NOI		ЕБИТ
+	Dep	-	Taxes
+/-	$\Delta$ NWC	+	Dep
+/-	Capex	+/-	$\Delta$ NWC
+/-	$\Delta$ Debt	+/-	Capex
=	CF <sub>СК</sub>	=	CF <sub>ИнвК</sub>
Примечание – Составлено автором.			

Затем определяют прогнозный горизонт – обычно 5 лет, потому что заглядывать дальше рискованно: достоверно предсказать выручку, затраты, инфляцию и темпы роста отрасли на более долгий срок практически невозможно.

Далее анализируют ретроспективу – выручку, расходы, вложения – и на этой базе строят прогноз. Ключевое требование: прогнозные цифры должны быть обоснованы и согласованы с историческими данными самой компании и всей индустрии.

Заключительный шаг – расчет денежных потоков по годам, с учетом разных сценариев. В пессимистичном варианте объемы производства стагнируют или падают, цены остаются неизменными, а себестоимость составляет 30% от цены. В

оптимистичном – объемы растут более чем на 5%, цены – более чем на 7%, а себестоимость снижается до 20%.

Согласно методу дисконтированных денежных потоков чистую приведенную стоимость нового, интегрированного проекта (NPV) можно рассчитать по формуле:

$$NPV = \sum_{i=t}^n \frac{FVC}{(1+r)^t} - C, \quad (2)$$

где FVC – денежные потоки компании, которую покупают, включающие в себя выгоды от сделки слияния;

C – денежные средства для покупки компании-цели;

n – число периодов, в течение которых поглощенная организация начнет создавать денежные потоки;

r – ставка дисконтирования;

t – шаг расчета.

Ключевой этап представляет собой расчет ставки дисконтирования. Существует несколько моделей для определения ставки, основными и часто используемыми из которых являются:

1. Модель WACC – средневзвешенная стоимость капитала:

$$WACC = r_e \times \frac{E}{D_t + E} + r_d \times \left(1 - t \times \frac{k \times r_d}{r_d}\right) \times \frac{D_t}{D_t + E}, \quad (3)$$

где E – собственный капитал;

$D_t$  – заемный капитал;

$r_e$  – стоимость СК;

$r_d$  – стоимость ЗК;

t – ставка налога на прибыль;

k – коэффициент уменьшения доходов (=1,8×ставка рефинансирования).

2. Модель CAPM – капитализация активов:

$$CAPM = r_{rf} + \beta \times (r_m - r_{rf}) + S_1 + S_2 + C, \quad (4)$$

где  $r_{rf}$  – безрисковая ставка;  
 $\beta$  – рискованность актива;  
 $r_m$  – среднерыночная доходность;  
 $S_1$  – риск компании;  
 $S_2$  – премия отраслевого характера;  
 $C$  – страновой риск.

После этого дисконтируются рассчитанные ранее денежные потоки, то есть будущая стоимость переводится в стоимость этих потоков на момент оценки:

$$DCF_t = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

Также определяется постпрогнозная стоимость объекта оценки. В целях M&A наиболее подходящей является модель Гордона:

$$V_{term} = \frac{CF_n \times (1+g)}{WACC-g} \quad (6)$$

где  $V_{term}$  – стоимость в постпрогнозном периоде;  
 $CF_n$  – денежный поток последнего года прогнозного периода;  
 $WACC$  – ставка дисконтирования;  
 $g$  – долгосрочный темп роста компании в постпрогнозном периоде.

На заключительном этапе рассчитывается итоговая стоимость объекта:

$$Value = \sum_{t=0}^n DCF_t + V_{term} \quad (7)$$

Полученная стоимость объекта может корректироваться внесением поправок, например, поправки на величину неучтенных активов (часто недвижимость, машины и оборудование) или величину собственного оборотного капитала (избыток прибавляется, а дефицит вычитается из стоимости).

Основная сложность применения метода дисконтирования денежных потоков заключается в определении точности будущих денежных потоков покупаемой организации. В данном случае важное значение приобретает выбор периода времени, в течение которого происходит прогнозирование [117]. Это напрямую связано с обширными рамками периода анализа: чем длиннее период, тем прогноз менее правильный. Наилучшим значением периода времени является

его отрезок, при котором ставка доходности превышает издержки, которые сопряжены с издержками на финансирование сделки слияния и поглощения.

Недостаток данного метода – это нереальность его применения по отношению к организациям, которые продолжительный период времени не получают доходы [141].

Метод дисконтированных денежных потоков несет в себе своего рода вероятностный характер.

Как отмечают С. Каплана и Р. Рубаха, метод DCF – точный метод, однако имеет тенденцию превышения полученных результатов в среднем на 6–10%. Например, при сравнительном методе наблюдается тенденция к занижению результатов оценки стоимости компании на 10–16% [75].

**Ретроспективный подход.** Активно разработкой данного подхода занимались американские исследователи, в связи с чем имеется много трудов, сопряженных с данной тематикой на практике [160]. Существует 3 основных метода ретроспективного подхода:

1. *Бухгалтерский метод*, в основе которого лежит сравнение итогов деятельности компаний до и после проведения M&A-сделки (под данными итогами понимаются доля на рынке, операционные показатели (объемы производства, величина себестоимости и т.д.), финансовые показатели (прибыль, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов и др.) [150].

Преимущество данного метода находит свое отражением в том, что все данные доступны и их очень просто обработать для проведения анализа. К минусам метода можно отнести то, что метод основан на ретроспективных данных и не учитывает текущей обстановки дел в компании, что особо актуально для российской действительности.

2. *Метод оценки движения курсов акций компаний – участников сделки* (его еще называют *рыночным методом*). Метод базируется на анализе изменения доходности акций организации после проведенного слияния или поглощения [136]. Однако здесь важно понимать и определять период времени, в течение которого происходит изменение доходности, поскольку если брать более длительный период

после реструктуризации компаний, то тут могут быть задействованы и другие факторы, которые не относятся напрямую к данной сделке. Основной задачей метода является минимизация второстепенных факторов.

Кризисный период затруднил распространение данного метода в России, что стало препятствием в изучении изменения курсов из-за неразвитости фондового рынка акций большинства российских компаний (которые не поступали на РЦБ).

*3. Комбинированный метод.* Объединяет в себе два обозначенных выше метода и содержит следующие этапы: анализ бухгалтерской отчетности и финансовых результатов организации; проведение анализа изменений рыночных курсов акций компании; поиск взаимосвязей между изменением показателей, которые рассчитаны при помощи бухгалтерской отчетности, и проанализированной динамикой курсовых акций [88].

Проведенный анализ методов позволяет прийти к выводу, что не существует универсальных методов оценки эффективности М&А. Данное утверждение говорит о необходимости создания новых, более усовершенствованных методик оценки эффективности М&А организаций в условиях изменчивой ситуации рынка.

Большое преимущество по сравнению с ранее описанными методами принадлежит модели экономической прибыли, которая была разработана Р. Брейли и С. Майерсом [16]. Согласно их теории, экономическая выгода от М&А возникает тогда, когда возникает синергетический эффект (синергия):

$$\text{Синергия} = PVAB - (PVA + PVB), \quad (8)$$

где  $PVAB$  – стоимость новой организации после сделки М&А;

$PVA$  – стоимость организации А до сделки М&А;

$PVB$  – стоимость организации В до сделки М&А.

Синергетическая выгода, по мнению Ф. Эванса и Д. Бишопа, создается покупателем. Следовательно, крайне важно точно понимать и оценивать выгоды от сделки, а также вероятность достижения ожидаемых эффектов.

Служить формированию синергетического эффекта способно, по мнению указанных выше исследователей, наращивание доходности. В одном ряду с этим фактором стоят снижение затрат и оптимизация бизнес-процессов.

Объединенная посредством M&A компания может получить синергию за счет первого источника – роста доходности, если направит усилия на увеличение объема продаж посредством расширения клиентской базы или вывода на рынок более разнообразного ассортимента продукции. Кроме того, приумножить доходы позволит и повышение цены на определенную продукцию. Последнее получает особенную актуализацию, если после M&A компания получила статус единственного поставщика данной продукции.

Механизм получения синергии за счет снижения затрат достаточно прост – необходимо устранить дублирующиеся функции, фонды, расходы и др. Выгода максимизируется, когда приобретаемая компания схожа по размеру операций и обслуживаемых рынков с компанией-покупателем.

Оптимизация бизнес-процессов в объединенной компании достигается за счет того, что из арсенала либо поглощаемой, либо покупающей стороны берутся наиболее эффективные наработки и методики. Чаще всего такие улучшения становятся возможны благодаря переносу передовых технологий и управленческих решений в расширенную среду вновь созданной структуры. Как следствие, рост выручки или снижение издержек может быть обеспечено как за счет совершенствования производственных цепочек, так и за счет повышения отдачи от маркетинга и дистрибуции.

Д.В. Лысенко [78] предлагает следующий подход: сначала идентифицируются функциональные зоны, где потенциально достижим положительный эффект, а затем внутри каждой из них выявляются конкретные источники этого эффекта. Предложенная автором систематизация представлена в таблице 3. По каждому источнику проводится количественная оценка, что позволяет очертить диапазон, в котором может находиться итоговая величина синергетического эффекта.

Единой методики для оценки синергетического эффекта не существует, поэтому обратимся к трем классическим подходам – сравнительному, затратному и доходному.

**Таблица 3 – Источники синергетического эффекта**

Сфера	Источники синергетического эффекта	Диапазон синергетического эффекта, %	База
Закупки	- Эффект масштаба в переговорах - Обмен лучшей практикой	1,5–5	Затраты на закупку материалов и оборудования
Логистика	- Использование лучших условий - Оптимизация потоков - Снижение цен на перевозки	1–10	Затраты на логистику
Производство	- Оптимизация загрузки мощностей - Обмен лучшей практикой	1–5	Себестоимость продукции
Сбыт	- Перекрестные продажи - Уход от конкуренции за единых покупателей	2–3	Объем продаж
Финансы	Снижение стоимости капитала	0,5–3	Стоимость капитала
Примечание – Составлено автором по: [78].			

Сравнительный подход позволяет оценить синергию через прогнозируемый прирост курсовой стоимости акций объединяемых компаний. Однако здесь возникает сразу несколько проблем. Во-первых, непонятно, оправдаются ли ожидания рынка, заложенные в прогнозах самостоятельного развития сторон. Во-вторых, предсказать движение котировок конкретных эмитентов крайне сложно – многие сделки носят закрытый характер и не раскрывают деталей, подобрать полноценный аналог тоже удастся далеко не всегда, а если и находится, то его бумаги могут попросту отсутствовать в биржевых котировках ММВБ и РТС. Плюс сами сделки M&A уникальны по своей природе. В итоге расчеты опираются на среднерыночные мультипликаторы, а полученные цифры дают лишь приблизительное представление о возможной синергии, не покрывая всех ее источников.

На практике чаще прибегают к доходному подходу – в первую очередь к методу дисконтированных денежных потоков (DCF). Он позволяет учесть синергию через прирост будущих дисконтированных доходов. При этом эффект оценивают в двух плоскостях – качественной и количественной. Качественная составляющая – это, по сути, проработка возможных сценариев, из которых по мере уточнения параметров сделки отбираются наиболее реалистичные. Количественная же выражается в расчете прироста конкретных показателей:

выручки за счет расширения продаж и укрепления рыночных позиций, а также снижения себестоимости благодаря эффекту масштаба и новым возможностям развития.

Иногда синергетический эффект оценивается с помощью затратного подхода, где синергия проявляется в приумножении стоимости активов. Недостатком данного метода является то, что синергетический эффект учитывает только операционную синергию (и то отчасти). Чаще всего приобретается конкретный бизнес, а не сами активы, поэтому затратный метод ограничен в применении, поскольку не учитывает НМА, принадлежащие бизнесу и отсутствующие у отдельно взятого актива. Эффект синергии, согласно данному методу, является сильно заниженным.

Сравнительный обзор существующих подходов к оценке синергии при слияниях и поглощениях показывает: идеальной модели нет, и каждая из них «страдает» серьезными недостатками.

Первый – большинство расчетных схем оценивают только потенциальный доход для покупателя, игнорируя реальные издержки, связанные со сделкой: акционерную премию, долговую нагрузку, затраты на реорганизацию и прочие сопутствующие расходы.

Второй недостаток – преобладание статического взгляда на синергию как на разовый эффект. На самом деле результат слияния может проявляться годами, а не в момент закрытия сделки. Поэтому грамотная оценка требует учета дисконтированных денежных потоков прошлых лет, приведенных к настоящей стоимости.

На наш взгляд, с учетом вышеизложенных выводов целесообразнее всего использовать метод DCF.

Более точно величину синергии можно получить при помощи показателя «чистый приведенный эффект синергии» (NPVS – Net Present Value Synergies) [36].

Формула расчета:

$$NPVS = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCF_i}{(1+r_e)^i} - P - E, \quad (9)$$

где  $r_e$  – доходность акционерного капитала;

$P$  – премия, выплачиваемая при M&A акционерам организации-цели;

$E$  – затраты приобретателя в процессе M&A;

$$\Delta FCF_i = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NWC - \Delta Capex \pm \Delta L + \Delta Debt - \Delta I, \quad (10)$$

где  $\Delta FCF$  – поток денежных средств;

$\Delta S$  – прирост выручки;

$\Delta C$  – экономия на расходах;

$\Delta T$  – экономия на налоге на прибыль;

$\Delta NWC$  – экономия на инвестициях в оборотный капитал;

$\Delta Capex$  – экономия на капиталовложениях;

$\pm \Delta L$  – прирост/экономия доходов/расходов после сделки;

$\Delta Debt$  – изменение чистого долга (включая финансовую синергию);

$\Delta I$  – дополнительные инвестиционные вложения на реорганизацию.

Данный метод нейтрализует слабые стороны описанных ранее методов оценки синергии от M&A.

Подводя итоги, отметим, что, несмотря на большую популяризацию вопросов оценки эффективности M&A, данные проблемы остаются в стороне и нуждаются в постоянной модернизации.

Подчеркнем, что главной целью компании является создание добавочной стоимости, которая позволит увеличить благосостояние собственников (поскольку улучшение благосостояния собственника – главная цель ведения бизнеса). Механизм управления сделками M&A необходимо также ориентировать на увеличение стоимости организации в грядущей перспективе.

### **1.3 Результативность сделок M&A в кратко- и долгосрочной перспективе: методологический принцип интегральной оценки**

Для оценки результативности сделок слияний и поглощений (M&A) важно различать краткосрочные и долгосрочные горизонты, поскольку эффекты интеграции реализуются не сразу, а требуют времени для достижения синергетического потенциала. Поэтому целесообразно проанализировать как классические, так и современные методологические подходы к измерению результативности M&A, которые служат основой для создания комплексного оценочного инструментария.

#### ***Методологические подходы к оценке краткосрочной результативности.***

Ключевым методологическим критерием для оценки краткосрочного эффекта является выбор референтного индекса (Benchmarking) при расчете аномальной доходности. Традиционные рыночные модели (CAPM) могут давать смещенные оценки. Современные исследователи настаивают на использовании контрольных групп, подобранных на основе размера компании и балансовой стоимости к рыночной (BE/ME), что позволяет более точно изолировать эффект самой сделки от общерыночных тенденций [173].

Проблематика определения доходности компаний-покупателей в сделках M&A характеризуется двумя существенными пробелами. Во-первых, эмпирическая база исследований смещена в сторону внутренних сделок. Во-вторых, отсутствует унифицированная модель регрессионного анализа: в академической среде идут дебаты о релевантном наборе переменных. Дивергенция подходов проявляется в противопоставлении транзакционных переменных (размер, финансирование, отраслевая близость) и фундаментальных показателей компании-покупателя (чистая прибыль, свободный денежный поток). Основой, объединяющей все методологические подходы, выступает лишь переменная размера предприятия на основе объема активов [112].

### *Методологические подходы к оценке долгосрочной результативности.*

Для анализа долгосрочной результативности сделок слияния рассмотрим результаты нескольких исследовательских работ.

Теория восходящего слияния: основной тезис заключается в том, что чем более похожи товары, производимые слияющимися фирмами, тем выше вероятность возникновения антиконкурентных эффектов. Согласно теоретической модели, слияние добывающих компаний, повышающее их рыночную власть, может перераспределять прибыль между добывающими и перерабатывающими фирмами. Такое перераспределение не обязательно влияет на конечные цены для потребителей, а скорее способствует росту прибыли самой компании в долгосрочной перспективе.

Доказательства этой теории получены на основе данных о слияниях в норвежском пищевом секторе, особенно на рынке яиц. В частности, слияние между производителем яиц Prior и компанией Norgården привело к росту оптовых цен, но не вызвало отклонений цен для конечных потребителей от прежних трендов, что подтвердило увеличение прибыли компаний. В условиях строгих импортных ограничений в Норвегии подобное слияние было антиконкурентным и способствовало повышению доходов добывающих компаний.

Роль вертикальной структуры и нелинейного ценообразования: многие модели горизонтальных слияний игнорируют влияние вертикальных связей в отрасли. В случае нелинейных контрактов между добывающими и перерабатывающими фирмами возникает зависимость между ценами, которые устанавливают добывающие компании, и ценами для конечных потребителей. В результате слияние может не повлиять на предельную оптовую цену, а лишь изменить фиксированные трансферты (комиссионные), что отражает роль переговорных сил. Теоретически такие слияния могут приводить к увеличению фиксированных сборов, а не цен за единицу продукции.

Данные о слиянии компаний Prior и Norgården в норвежской яичной промышленности в 2005 году еще раз подтверждают, что после этого слияния рынок яиц в Норвегии стал еще более концентрированным. В результате

объединения доля рынка, принадлежащая этим двум компаниям, значительно увеличилась, что усилило монополизацию отрасли.

Современные исследования долгосрочной результативности все чаще обращаются к нефинансовым критериям, таким как интеграция инновационных процессов и удержание ключевых сотрудников (Human Capital). Работа Граф М. и др. показывает, что успешные в долгосрочной перспективе сделки в технологическом секторе характеризуются не только финансовой синергией, но и способностью сохранить R&D-коллективы поглощенных стартапов и интегрировать их в инновационный конвейер покупателя, избегая «исхода талантов» [164].

Ограниченность теоретической базы исследований: хотя слияния с восходящим потоком встречаются часто, исследования по ним остаются скудными. Ранее работы основывались на линейных контрактах и предполагали независимость перерабатывающих фирм, что не учитывало возможных антиконкурентных эффектов. Некоторые исследователи, например Индерст и Вей, моделировали нелинейные контракты, но без учета рыночной конкуренции. Другие, например Миллиу и Петракис, изучали влияние слияний на тарифы в нисходящем потоке, предполагая конкуренцию Курно и наблюдаемость контрактов, что привело к снижению цен для потребителей. О'Брайен и Шаффер рассматривали монополии в добывающих рынках, показывая, что слияния могут увеличивать цены и прибыль.

Ограниченность эмпирической базы исследований: эмпирическая база по восходящим слияниям очень ограничена. Например, работы Виллаш-Боаш и Манушак являются одними из немногих, где анализируется роль вертикальных эффектов. Влияние слияний в условиях олигополии и монополии исследовали О'Брайен и Шаффер, которые пришли к выводу, что данные сделки обуславливают рост цен и повышают прибыльность в долгосрочной перспективе.

Устойчивость цепочек поставок (Supply Chain Resilience), представляющая собой важный критерий долгосрочности, тоже зачастую упускается из виду. Диверсификация поставщиков, укорочение логистических цепочек, получение

контроля над критически важными сырьевыми источниками все чаще становятся мотивами к совершению сделок слияний и поглощений в постпандемийный период. Так, согласно исследованию Брэндона-Джонса и соавторов, подобные сделки, ориентированные на ресурсы, являются новой формой стратегической эффективности и представляются целесообразными в контексте дальнейшей устойчивости предприятия: они существенно повышают устойчивость бизнеса к внешним шокам, хотя мгновенной финансовой отдачи от них может и не быть [180].

Вклад исследований зарубежных ученых: Харфорд на основе изучения данных, представленных по 28 отраслям США, выявил значительное влияние изменений в законодательстве и усиления антимонопольного регулирования на количество сделок M&A.

Научный интерес в контексте исследования успеха сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках представляет работа М.А. Штефана и В.И. Шубиной, в которой проанализирована отечественная фармацевтическая отрасль. Посредством событийного анализа оценена реакция рынка на сделки, а также рассмотрено финансовое состояние компаний-аквизиторов. В качестве переменных выбраны показатели роста – активы, выручка, рентабельности – прибыль, ликвидности – коэффициенты капитала. В качестве результата исследования выступает тезис о том, что более финансово устойчивые и растущие компании вызывают положительную реакцию рынка при сделках M&A. Наибольшее влияние имеют темпы роста и структура капитала, нежели активы и прибыль.

Таким образом, успешному слиянию, особенно в долгосрочной перспективе, способствует высокий финансовый статус компании – данное утверждение подтверждает теорию финансовой синергии. Применительно к российским фармацевтическим компаниям это означает, что основополагающим фактором для оценки потенциальной эффективности сделки выступает финансовое здоровье компании, наличие которого увеличивает шансы на положительную реакцию рынка и создание стоимости [140].

Рассмотрим другое исследование. Е.И. Марковская и Е.М. Петров изучили сделки слияний и поглощений в отечественной пищевой промышленности и выявили значимость относительного размера компании в успешности транзакций. На основе ретроспективных данных и кластерного анализа исследователи сгруппировали сделки по уровню результативности и установили нелинейную зависимость между размерами компаний-аквизиторов и целями, результативностью сделок. Согласно выводам исследования, повышенные транзакционные издержки и управленческие конфликты становятся препятствием для достижения ожидаемой синергии от сделок с чрезмерно малой или слишком крупной целью. Максимальный же эффект возможен при оптимальном размере цели – от 15% до 35% от размера аквизитора, что способствует максимальному раскрытию синергетического потенциала и минимизации издержек. Полученные результаты подтверждают концепции минимизации транзакционных издержек, снижения агентских конфликтов и эффективного использования синергий. Практически работа предлагает финансовым директорам и в корпоративных стратегиях использовать эти показатели для отбора целей и оценки рисков, особенно в условиях российского рынка, где правильный выбор размера компании-партнера критичен для достижения успеха сделок M&A [85].

В исследовании А.А. Медведевой не просто констатируется отсутствие связи, а актуализируется дискуссия о комплексной природе успеха M&A, где финансы являются лишь одним из элементов в сложной системе стратегических, отраслевых и институциональных переменных. Применительно к российскому телеком-сектору исследование показало отсутствие связи между финансовым состоянием покупателя и успехом M&A, что противоречит классическим моделям. Анализ показателей ликвидности, рентабельности, рычага и денежного потока не выявил их значимого влияния. Причинами могут быть регуляторные и стратегические мотивы, сетевые эффекты, технологическая конвергенция, «переплаты» устойчивых компаний и сложности интеграции активов. Результат подчеркивает необходимость отраслеспецифичных моделей оценки и предупреждает о переоценке финансовых показателей при стратегическом анализе

сделок [87]. Данный вывод отличается от результатов Штефан и Шубиной и подчеркивает отраслевую специфику М&А. В телекоммуникационной отрасли, с ее высокой регуляцией и технологической активностью, стратегические и инновационные факторы важнее финансовых [140].

Научные разработки Григорьевой и Троицкого по М&А в странах БРИКС подтверждают их стратегическую роль для развивающихся рынков, показывая положительное влияние на операционную эффективность компаний в средне- и долгосрочной перспективе. Анализ опирался на сравнение финансовых показателей компании до и после сделок, что позволило выделить механизмы создания стоимости – синергию, улучшение управленческих ресурсов и достижение критического размера для конкуренции. Исследование опровергает стереотипы о М&А как исключительно спекулятивных или сырьевых операциях, демонстрируя их стратегическую и операционную направленность. Для менеджеров и регуляторов результаты подчеркивают важность М&А как инструмента повышения эффективности и конкурентоспособности, способствующего устойчивому развитию бизнес-среды в странах БРИКС [26].

С.А. Григорьева и А.Ю. Гринченко обоснованно показали, что эффект от М&А на рынках БРИКС в основном краткосрочный. Анализ с помощью событийного метода выявил рост акций в момент объявления сделки, вызванный рыночным оптимизмом и спекуляциями, однако долгосрочные преимущества отсутствуют. Анализ выборки из 80 сделок российских публичных компаний за период 2000–2014 годов обнаружил отрицательную реакцию рынка на объявления о сделках, причем наибольшее отрицательное влияние имели сделки с участием публичных компаний-целей, сделки между компаниями разных отраслей и сделки, оплаченные акциями.

Авторы считали, что для повышения долгосрочной эффективности необходимы исследования в области корпоративного управления, защиты прав инвесторов, регуляторных барьеров и макроэкономической стабильности. Результаты подчеркивают важность тщательного анализа рисков и улучшения

институциональной среды для реализации потенциала M&A в развивающихся странах [25].

В 2022–2023 годах в структуре российского рынка M&A преобладали сделки по реструктуризации активов и приобретению бизнеса иностранных компаний, покидающих российский рынок, что создает уникальную ситуацию для дальнейших исследований [91].

Классическое исследование Healy, Palepu и Ruback «Does Corporate Performance Improve After Mergers?» доказало, что слияния в США улучшают операционную эффективность компаний. Для этого авторы с использованием контрольных групп сравнили нормированный на стоимость активов денежный поток до и после сделки. В результате подтвердилась гипотеза о создании стоимости посредством операционной синергии. Наряду с положительной связью с ростом стоимости акций обнаружилось среднее увеличение потока на 2,8% [162].

Роль временного периода в достижении высокой результативности M&A анализируется в исследовании [176]. Работа была проведена на основе финансовой отчетности с привлечением и опросом управляющих. Как выяснилось, в краткосрочной перспективе – от одного до двух лет – показатели снижаются, стабилизация наблюдается на среднесрочном горизонте – от трех до пяти лет. Максимальный же эффект следует ожидать в долгосрочной перспективе – от трех до пяти лет. Авторы исследования также отмечают, что при анализе необходимо принимать во внимание отраслевую принадлежность, а также учитывать внешние факторы. В качестве практических рекомендаций выступает утверждение о необходимости стратегического планирования для успешного проведения сделки, а также внедрение KPI за успешное прохождение того или иного этапа слияния.

Выявлению оптимальных методов создания стоимости в M&A-сделках посвящен также труд английских ученых [151]. Авторы исследования сравнили механизмы, ожидаемые результаты от которых сводятся к получению налоговых льгот, повышению эффективности операционных процессов, увеличению доли рынка. Особый акцент сделан на методе дисконтирования денежных потоков, моделирующем вклад финансовой, операционной и стратегической составляющих. С его помощью возможно оценить, насколько целесообразной является

предстоящая сделка, раскрыть источники создания стоимости. Для это предлагается сравнить стоимость объединенной и исходных компаний. По результатам исследования в качестве основного драйвера формирования стоимости служит операционная эффективность. Наряду с этим важны и отраслевые, а также контекстуальные факторы, а именно налоговые преимущества при высокой долговой нагрузке или налоговых убытках, усиление рыночной власти в конкурентных секторах. В практическом плане для повышения эффективности M&A важны операционные улучшения, тщательная подготовка планов интеграции, учет отраслевой специфики.

Исследователи А. Borodin, Z. Sayabek, G. Islyam, G. Panaedova проанализировали влияние сделок слияний и поглощений на финансовую устойчивость в США и Европейском союзе, сделав акцент на прибыльности как ключевом факторе долгосрочного успеха. Авторы проанализировали такие коэффициенты, как ROA, ROE, операционная маржа, за период от 3 до 5 лет, сравнили с контрольными группами и провели отраслевую сегментацию. Результаты показали, что прибыльность временно снижается (период от 6 до 18 месяцев), а после стабилизируется и растет. При этом успех обуславливается качеством управления и совместимостью бизнес-моделей. Значимость работы заключается в расширении теории финансовой синергии, обосновании важности многоэтапного планирования и отраслевой адаптации, учета макроэкономических и нефинансовых факторов, например, интеллектуального капитала и культурной интеграции, для достижения долгосрочной прибыльности [163].

Результаты представленных выше исследований обнаруживают как общие закономерности, так и существенные различия в эффектах слияний и поглощений в зависимости от отраслевой специфики, географического региона и временного периода.

В таблице А.1 приложения А обобщены результаты исследований по выявлению взаимосвязи сделок M&A и показателей результативности компаний.

На основе изложенного предложена система взаимосвязанных показателей, реализующая методологический принцип интегральной оценки эффективности

M&A и объединяющая стоимостной, финансовый, налоговый и ESG-подходы (приложение А, таблица А.2).

В отличие от существующих методов, данный подход расширяет фокус оценки, переходя от анализа только финансовых результатов к комплексной оценке стоимости, налоговых аспектов и экологических, социальных и управленческих факторов, что позволяет проводить многомерную оценку эффективности сделок M&A с учетом современных вызовов и особенностей российской экономики.

Важной особенностью предложенного подхода является мультипериодный анализ на срок до 5 лет, что дает возможность прогнозировать долгосрочную эффективность сделок, принимать более качественные инвестиционные решения, обоснованно оценивать риски. Такой методологический принцип способствует определению оптимальной структуры финансирования с учетом налоговых последствий и стоимости капитала, а также позволяет сравнивать разные типы сделок по единой системе критериев.

Как видно из проведенного анализа, исследования, посвященные сделкам слияний и поглощений, акцентируют внимание на различных методологиях и показателях, что придает им некоторую противоречивость и фрагментарность.

Основные противоречия и ограничения связаны с разными оценками воздействия на финансовые результаты: одни исследования отмечают рост эффективности и рентабельности, в то время как другие фиксируют стагнацию или ухудшение финансовых показателей после сделки. Большинство исследований основывается на исторических данных, что ограничивает прогнозирование и стратегическую оценку (методы часто фокусируются либо на финансовых метриках, либо на краткосрочной рыночной реакции, не охватывая все аспекты сделки). Данные ограничения подчеркивают важность разработки универсальной системы показателей, объединяющей финансовые, налоговые и ESG-аспекты, влияющие на результативность сделок M&A.

Таким образом, результатом данной главы стали разработка и обоснование авторской системы взаимосвязанных показателей для комплексной оценки финансовой результативности сделок M&A, что составляет важную часть

методологического принципа, созданного в рамках диссертационного исследования. Предложенный подход, объединяя стоимостной, финансовый, налоговый и ESG-аспекты анализа, преодолевает ограничения традиционных методов, поскольку обеспечивает переход от анализа финансовых результатов к оценке, которая помимо финансовых учитывает ESG-факторы (экологические, социальные, управленческие), что способствует формированию целостного понимания механизмов влияния нефинансовых факторов на стоимость и структуру сделок в условиях российского рынка.

## **Глава 2 МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД ЭМПИРИЧЕСКОЙ ВЕРИФИКАЦИИ ВЛИЯНИЯ ФАКТОРОВ НА УСПЕШНОСТЬ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

### **2.1 Анализ эффективности сделок слияний и поглощений: зарубежный опыт и отечественная практика**

В настоящее время сделки слияний и поглощений выступают одним из ключевых факторов роста корпораций и консолидации рынка во всем мире. Компании приобретают более мелкие фирмы с целью интеграции новых технологий, например, искусственного интеллекта, облачных вычислений и т.п.

Несмотря на экономические проблемы, такие как рост процентных ставок и инфляция, перспективы слияний и поглощений остаются умеренно оптимистичными.

Ожидается, что такие секторы, как возобновляемая энергетика, технологии и фармацевтика, продолжат стимулировать заключение крупных сделок.

Компании все больше внимания уделяют приобретениям, которые обеспечивают доступ к новым рынкам, диверсифицируют портфели или расширяют технологические возможности.

Вместе с тем трансграничные сделки могут подвергаться более пристальному контролю со стороны регулирующих органов из-за проблем национальной безопасности, особенно в чувствительных отраслях.

Меняющийся корпоративный ландшафт создаст как возможности, так и проблемы, при этом слияния и поглощения останутся важнейшим инструментом для компаний, стремящихся адаптироваться и расти в конкурентной бизнес-среде.

Пять крупнейших стран на рынке M&A:

1) США: лидер мирового рынка слияний и поглощений, зафиксировали рост стоимости сделок на 14% по сравнению с 2023 годом. На его долю также пришлось 45% сделок слияний и поглощений на онлайн-площадках FMCG;

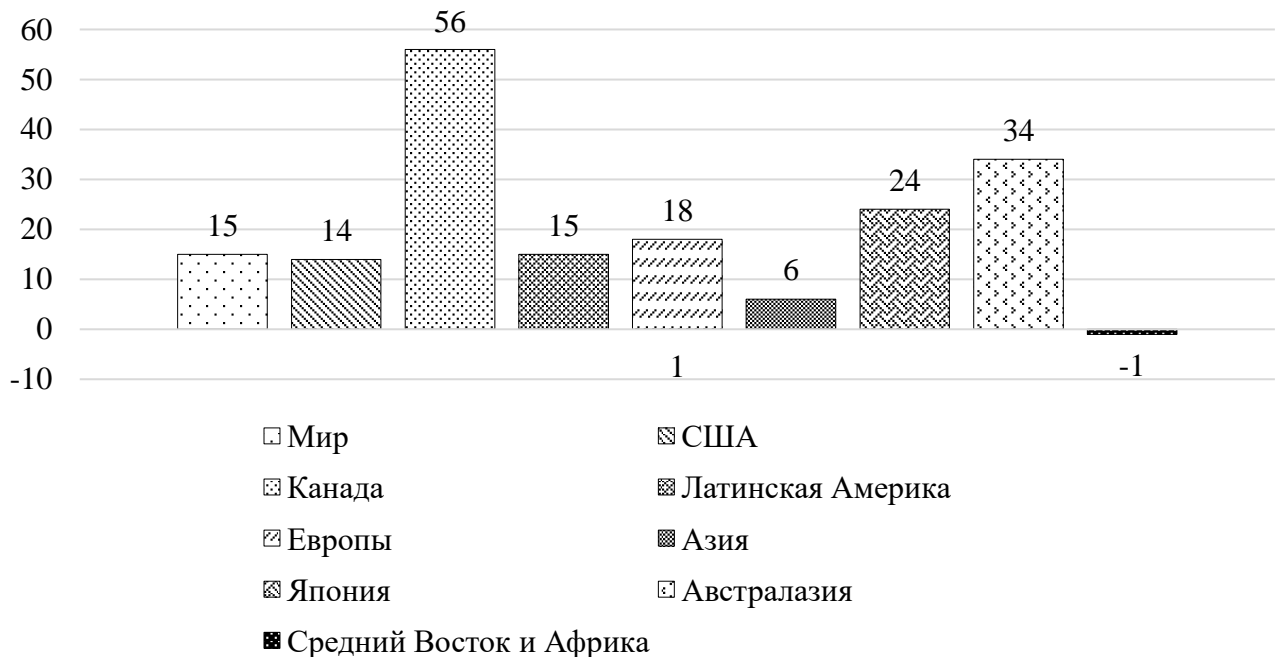
2) Канада: самый высокий темп роста – стоимость сделок слияний и поглощений увеличилась на 56%;

3) Китай: хотя конкретные данные не предоставлены, Китай упоминается как одна из ведущих стран с крупными сделками;

4) Великобритания: наряду с Францией и Германией на долю Великобритании пришлось 18% сделок слияний и поглощений на онлайн-площадках FMCG;

5) Франция: такие французские банки, как BNP Paribas и Lazard, были ведущими финансовыми консультантами по сделкам слияний и поглощений, что свидетельствует о значительной активности в стране.

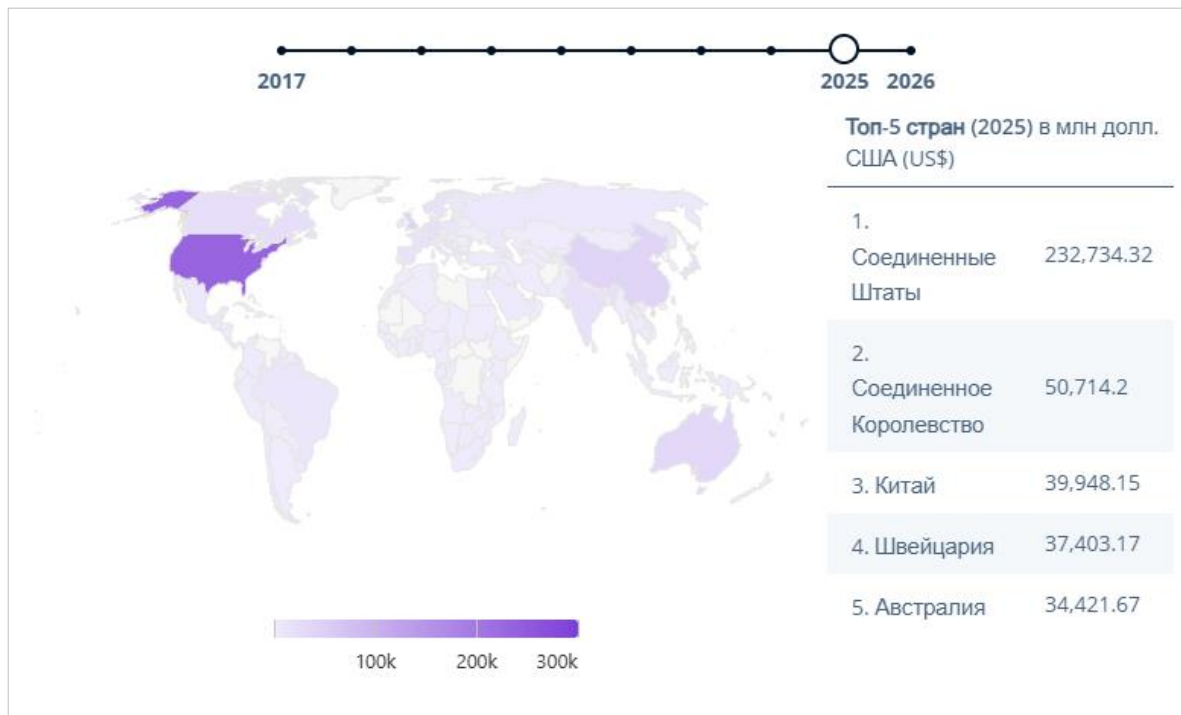
Стоит отметить, что хотя эти страны лидируют по активности в сфере слияний и поглощений, общий объем сделок на мировом рынке слияний и поглощений в 2024 году вырос на 15% [43] (рисунок 5).



**Рисунок 5 – Изменение стоимости сделок слияний и поглощений (M&A) во всем мире в 2024 г. по регионам и странам**

Примечание – Составлено автором.

Сравнение стоимости транзакций стран – лидеров M&A-делок представлено ниже (рисунок 6).



**Рисунок 6 – Сравнение стоимости транзакций**

Источник: [118].

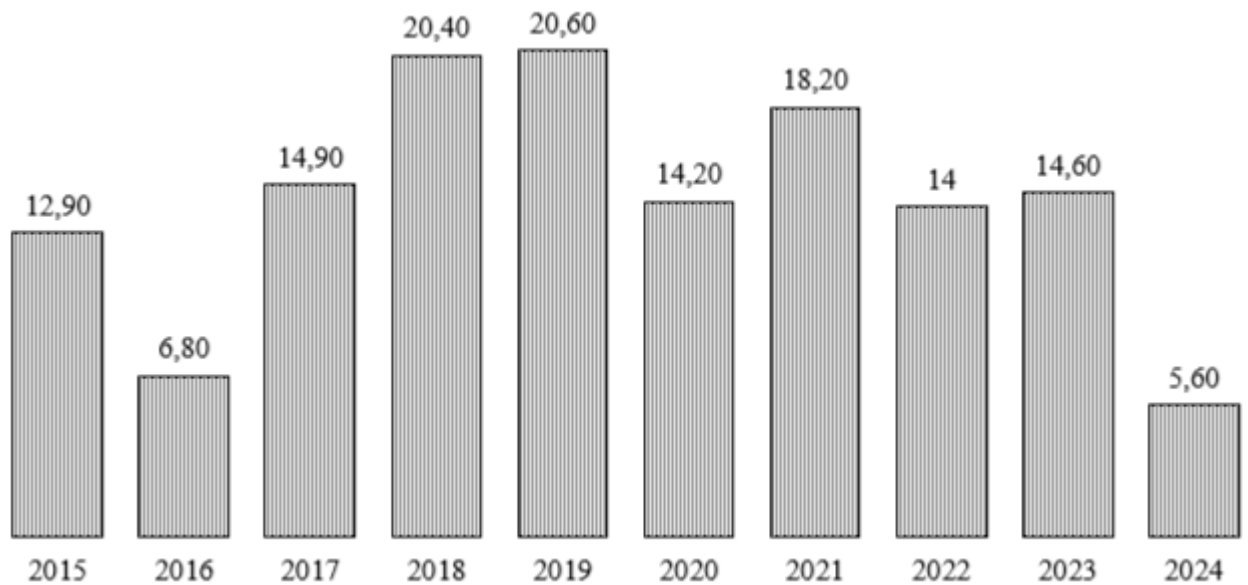
## **Китай**

В последние годы ландшафт рынка слияний и поглощений в Китае претерпел фундаментальные изменения. В период с 2009 по 2016 год размер рынка значительно увеличился с менее чем 300 до более чем 3000 сделок, заключенных на общую сумму более 1,8 трлн юаней. Эта тенденция затронула как внутренние, так и трансграничные сделки слияний и поглощений. Однако начиная с 2017 года общий объем сделок постепенно снижался до примерно 700 сделок в 2020 году. Это было связано с глобальной неопределенностью и усилением мер политики по контролю над рынком. Тем не менее общий размер рынка все еще немного больше, чем 10 лет назад.

В контексте конкуренции китайских технологических гигантов за долю рынка стоит особо отметить некоторые сделки слияний и поглощений интернет-компаний. В 2018 году Alibaba взяла под полный контроль стартап Ele.me, который

специализируется на местных услугах по доставке еды. Эта сделка свидетельствует о больших амбициях Alibaba в секторе местных услуг. Сфера недвижимости, финансовый сектор и машиностроение были секторами, в которых имели место крупные по стоимости сделки слияний и поглощений.

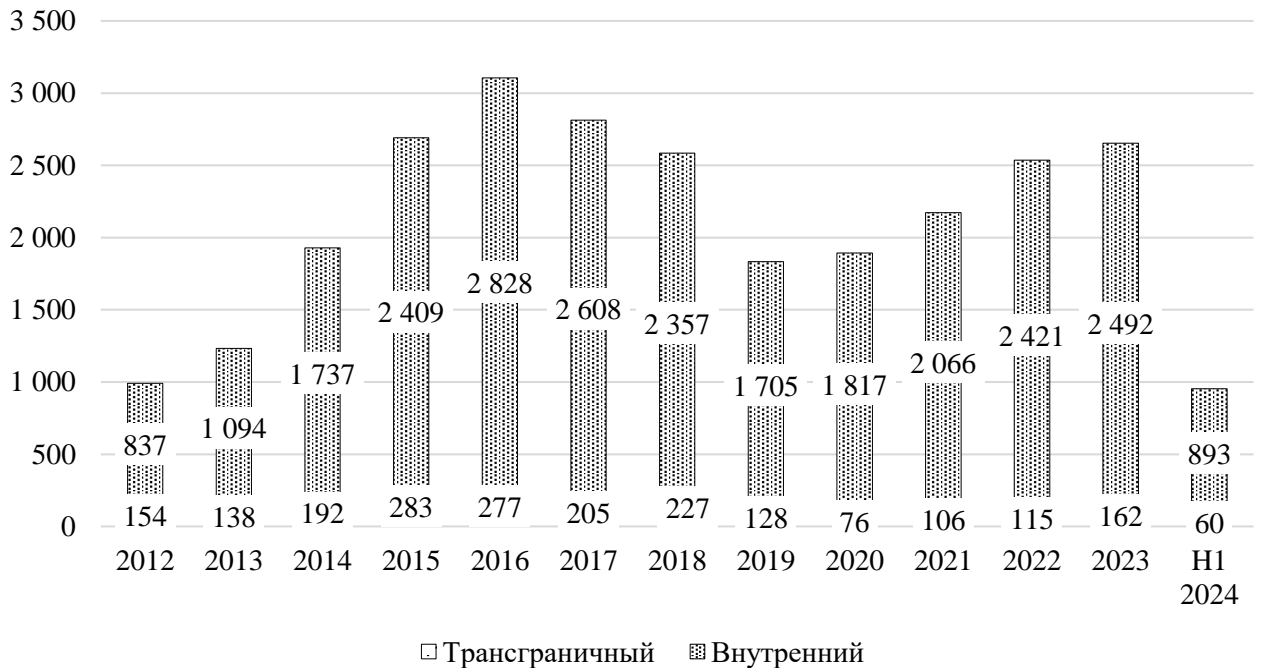
Большинство сделок M&A китайских компаний совершаются на внутреннем рынке. Экономически более развитые регионы, включая крупнейшие города Китая Пекин и Шанхай, по-прежнему лидируют на рынке. Зарубежная деятельность по входящим M&A в последние годы показала рост стоимости сделок и подкрепляется дальнейшими мерами по открытию рынка, принятыми в 2018 году. Однако в 2020 году на фоне пандемии COVID-19 стоимость сделок с иностранной поддержкой снизилась и с тех пор не восстанавливалась. В 2024 году общая стоимость объявленных корпоративных поглощений в Большом Китае стратегическими зарубежными покупателями составила почти 5,6 млрд долл. США. Объем сделок M&A на внутреннем рынке Большого Китая в 2024 году достиг 81 [124] (рисунок 7).



**Рисунок 7 – Стоимость объявленных сделок слияний и поглощений иностранных стратегических покупателей в Большом Китае с 2015 по 2024 г., млрд долл. США**

Примечание – Составлено автором по: [124].

В 2023 году количество завершенных сделок M&A на внутреннем рынке с участием китайских компаний составило 2492, количество трансграничных сделок – 162. С 2019 года количество сделок M&A с участием китайских компаний демонстрирует тенденцию к росту [56] (рисунок 8).

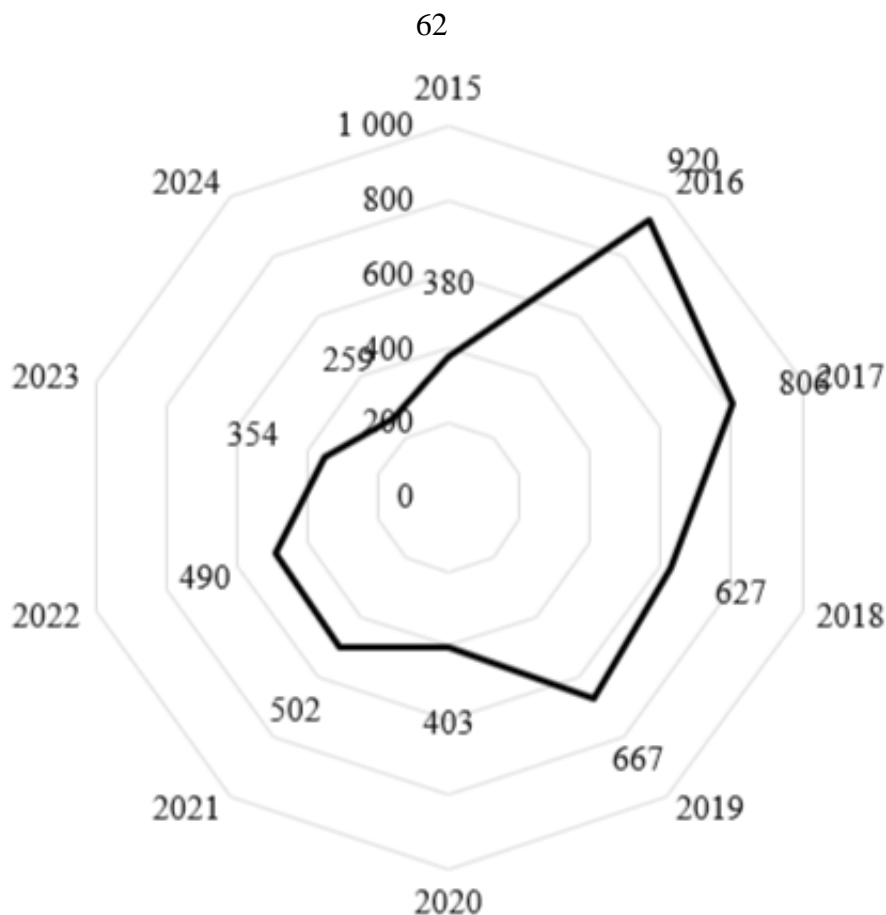


**Рисунок 8 – Количество трансграничных и внутренних поглощений китайских компаний в период с 2012 г. по первую половину 2024 г.**

Примечание – Составлено автором по: [56].

На исходящий рынок M&A в последние годы сильное влияние оказали рыночная неопределенность и политические ограничения. Особенно сократилось количество крупных сделок, что затронуло рынки США и Европы. Тем не менее китайские компании по-прежнему пытаются приобретать технологии, ноу-хау, интеллектуальную собственность и бренды из-за рубежа посредством сделок меньшего размера.

Стоимость объявленных поглощений в 2020 году снизилась, следуя тенденции, которая продолжается с 2016 года. В 2024 году компании из материкового Китая объявили о поглощении 259 иностранных компаний. Это немного меньше, чем в предыдущем году, но значительно меньше, чем в 2016 году (рисунок 9) [57].



**Рисунок 9 – Количество объявленных зарубежных сделок слияний и поглощений в Китае с 2015 по 2024 г.**

Примечание – Составлено автором по: [57].

В 2024 году стоимость исходящих сделок значительно снизилась. Европа и Азия стали наиболее популярными направлениями для слияний и поглощений: сумма сделок составила 5,1 млрд долл. и 2,8 млрд долл. США соответственно. Крупнейшей сделкой в Европе стала покупка дочерней компанией Tencent, Miniclip, кипрской компании Easybrain за 1,2 млрд долл. США [104] (таблица 4).

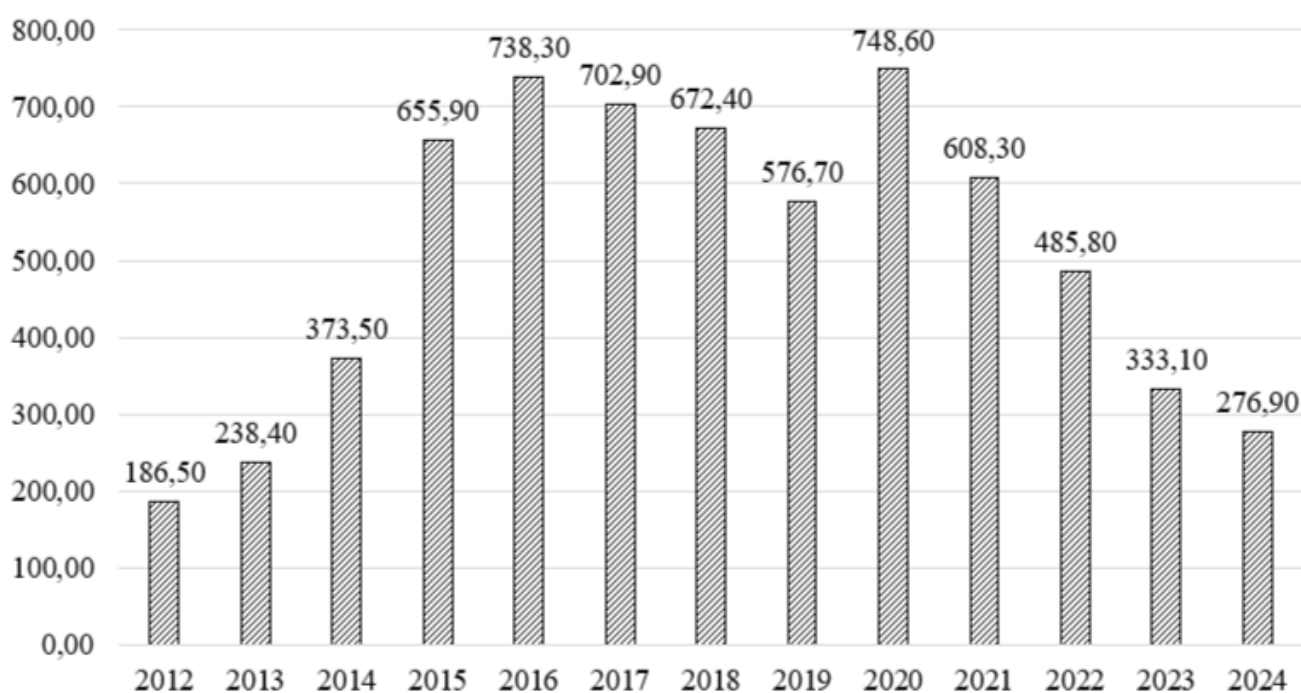
В 2024 году общая стоимость объявленных сделок по поглощению компаний с участием компаний из Большого Китая (включая только сделки, по которым раскрыты данные о стоимости сделок) составила около 277 млрд долл. США (рисунок 10). Общее количество объявленных сделок M&A с участием компаний из Большого Китая в 2024 году превысило 10 000 [123].

**Таблица 4 – Региональное распределение объявленной стоимости исходящих сделок M&A компаниями из Китая в период с 2015 по 2024 г.**

В миллиардах долларов США

Год	Азия	Северная Америка	Европа	Южная Америка	Океания	Африка	Россия	Ближний Восток
2015	13,80	12,30	22,70	3,60	2,10	0,70	0	-
2016	16,60	67,20	88,50	8,50	8,70	4,90	7,50	-
2017	38	21,20	54,40	7,60	4	2,10	10,80	-
2018	15	16	50,50	5,20	5,30	1,30	0	0,10
2019	15	11,40	17,20	9,70	4	0,80	0,10	1
2020	8,10	6,80	21,50	3,40	2,40	0,60	-	0,30
2021	15,90	10,40	13,90	2,70	2,20	1,30	-	1,30
2022	8,10	7,50	7,50	1,70	3,20	0,70	-	15,60
2023	7,40	2,70	4,70	0,20	0,80	2,80	-	0,40
2024	2,80	1,90	5,10	0,90	0,30	1,30	-	-

Примечание – Составлено автором по: [104].



**Рисунок 10 – Стоимость объявленных сделок слияний и поглощений с участием компаний из Большого Китая в период с 2012 по 2024 г., млрд долл. США**

Примечание – Составлено автором по: [104].

## США

В период с января по декабрь 2024 года в США было заключено 2644 сделки слияний и поглощений в макросекторе технологий, медиа и телекоммуникаций (общая стоимость сделок – 389 млрд долл. США). Сектор деловых услуг стал

вторым по величине сектором слияний и поглощений, за ним следовали фармацевтика, медицина и биотехнологии [61] (таблица 5).

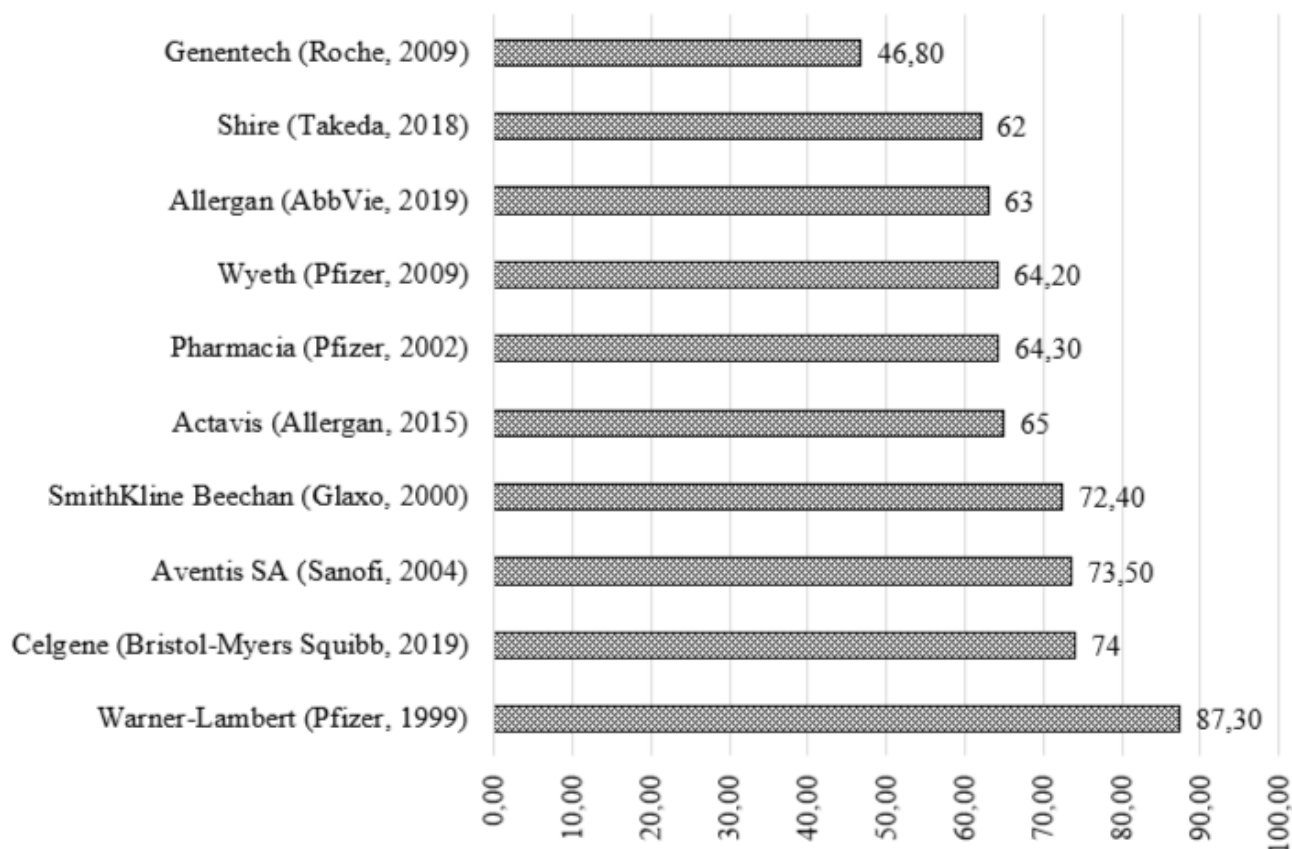
**Таблица 5 – Отраслевой анализ сделок M&A в США, IV квартал 2024 г.**

Отрасль	Количество сделок
Технологии, медиа и телекоммуникации	2644
Бизнес-услуги	1942
Фармацевтика, медицина и биотехнологии	1375
Промышленность и химическая промышленность	1250
Финансовые услуги	1073
Потребительский сектор	855
Энергетика, добыча полезных ископаемых и коммунальные услуги	532
Строительство	427
Перевозка	217
Досуг	193
Примечание – Составлено автором по: [61].	

К другим отраслям слияний и поглощений с высокой стоимостью в США в 2024 году относились энергетика, горнодобывающая промышленность и коммунальное хозяйство, а также, как отмечалось выше, фармацевтика, медицина и биотехнологии. В последней общая стоимость сделок M&A достигла 180 млрд долл. США.

По состоянию на 2024 год крупнейшей сделкой в истории фармацевтической отрасли было приобретение Pfizer Warner-Lambert почти за 90 млрд долл. США в 2000 году. Еще две сделки в рейтинге связаны с американской компанией Pfizer – приобретение ею конкурирующих фирм Pharmacia (2002) и Wyeth (2009).

Ни одна сделка M&A 2020-х годов пока не попала в топ-лист. Последними крупными сделками стали приобретение Allergan компанией AbbVie и Celgene компанией Bristol-Myers Squibb, обе в 2019 году. В 2023 году крупнейшей сделкой M&A в биофармацевтической отрасли стало приобретение Seagen компанией Pfizer, оцененное примерно в 43 млрд долл. США. Однако эта сделка все еще не вошла в десятку крупнейших фармацевтических сделок за всю историю [71] (рисунок 11).



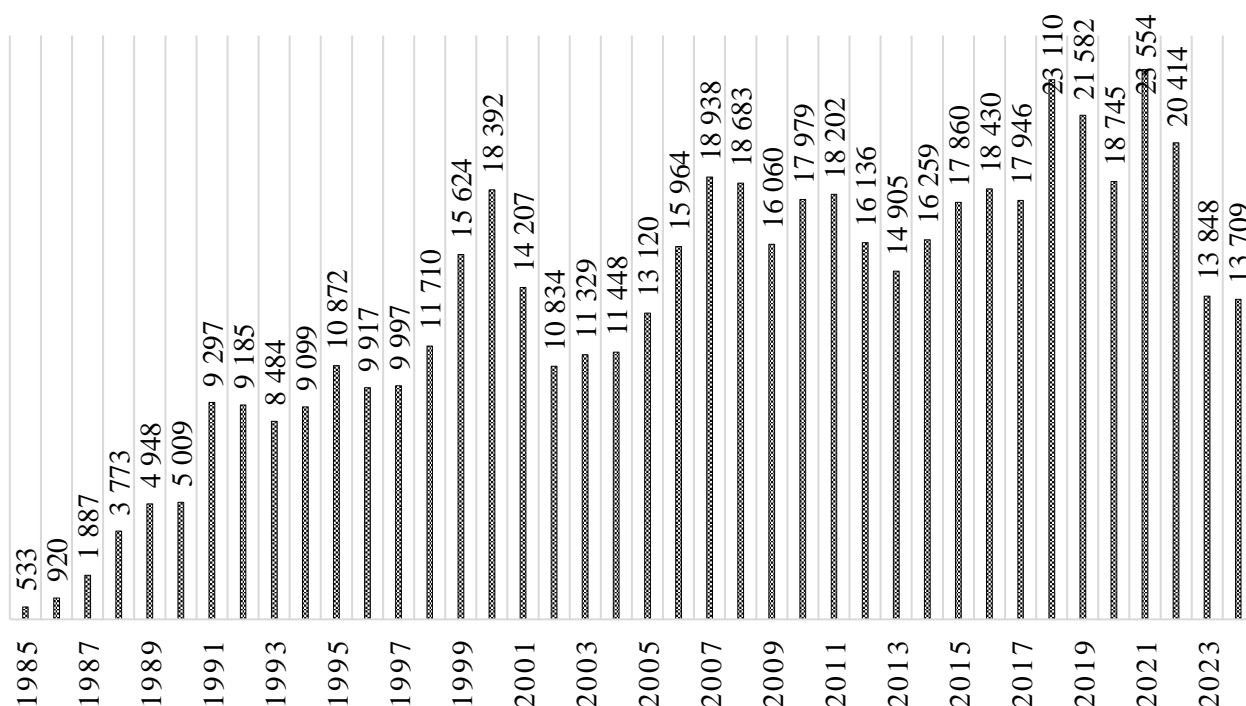
**Рисунок 11 – Крупнейшие слияния и поглощения в фармацевтической отрасли за всю историю до начала 2024 г., млрд долл. США**

Примечание – Составлено автором по: [71].

Сделка обычно требует тщательного планирования, разработки стратегии, привлечения средств и рисков, поэтому для управления и консультирования каждой из вовлеченных компаний нанимается ряд финансовых консультантов. Как правило, ведущими финансовыми консультантами по сделкам M&A являются Goldman Sachs, JP Morgan Chase и Morgan Stanley.

## Европа

Активность слияний и поглощений в Европе снизилась в 2020 году из-за пандемии коронавируса COVID-19. В 2020 году было заключено примерно на 3000 сделок меньше, чем в 2019 году. Пик активности M&A в Европе пришелся на 2021 год, когда было заключено более 23 500 сделок. Крупнейшей сделкой M&A в истории Европы стало приобретение Mannesmann AG компанией Vodafone AirTouch в 1999 году [58] (рисунок 12).



**Рисунок 12 – Количество сделок слияний и поглощений (M&A) в Европе с 1985 по 2024 г.**

Примечание – Составлено автором по: [58].

Слияния и поглощения (M&A) – важная часть корпоративной стратегии, связанная с объединением, или куплей-продажей, компаний с целью содействия росту предприятия в соответствующей отрасли. Объединение двух компаний может увеличить финансовую мощь, долю рынка и активность бизнеса, позволяя вновь созданной компании продолжать развиваться и расширяться в своей отрасли и на своей территории. В качестве основных мотивов для приобретения компаниями прямых инвестиций в Европе упоминались проблемные или стабилизационные возможности.

Основные факторы, влияющие на сделки слияний и поглощений, во многом зависят от того, выступает ли компания покупателем или продавцом приобретения. По мнению экспертов, наиболее активными секторами слияний и поглощений в Европе в 2023 году были энергетика, а также сфера технологий, медиа и коммуникаций.

В 2024 году приобретение Covestro AG компанией Abu Dhabi National Oil Company стало крупнейшим в Европе и обошлось примерно в 17 млрд долл. США.

Слияния и поглощения могут использоваться для реализации различных стратегий, включая рост, расширение, увеличение доли рынка, устранение конкурента или даже привлечение талантливых специалистов [69] (таблица 6).

**Таблица 6 – Крупнейшие сделки слияний и поглощений в Европе в 2024 г.**

В миллионах долларов США

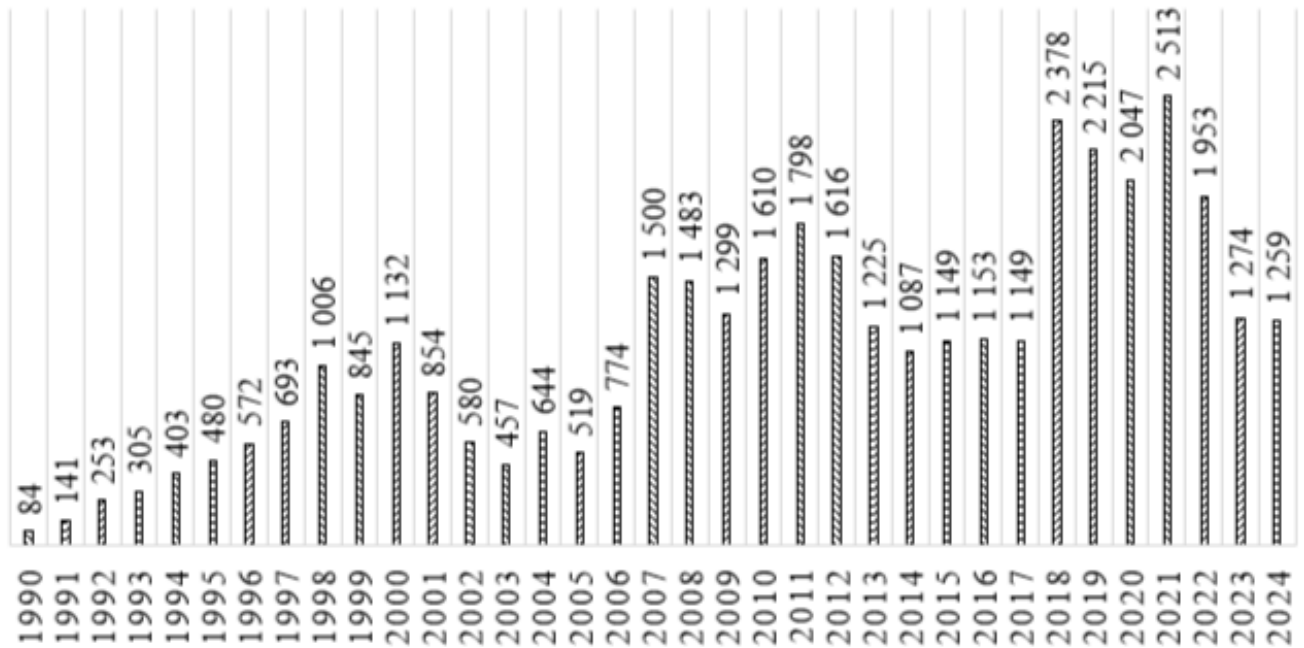
Приобретатель	Цель	Стоимость сделки
ПАО «Национальная нефтяная компания Абу-Даби» (ADNOC)	Ковестро АГ	16 717,6
DSV A/S	Шенкер АГ	15 850,1
NB Private Equity Partners Ltd. Канадский пенсионный план, инвестиционный совет EQT Partners Hong Kong Ltd.	Nord Anglia Education Ltd	14 500,0
Банко Бильбао Бискайя Аргентария С.А.	Banco de Sabadell SA	12 111,0
Apollo Global Management Inc	Корпорация Intel	11 000,0
UniCredit SpA	Банко БИМ С.п.А.	10 495,9
Clayton Dubilier & Rice LLC Vpifrance SA	Opella Healthcare Group SAS	9100,9
Swisscom AG	Vodafone Italia SpA	8663,6
Министерство обороны	Портфель недвижимости (аренда портфеля недвижимости Married Quarters)	7612,5
GIC Pte Ltd TPG Capital LP	Техем ГмбХ	7434,1
Примечание – Составлено автором по: [69].		

### **Латинская и Южная Америка**

Согласно данным [59], в Южной Америке пик М&А-сделок пришелся на 2021 год, в котором они были совершены 2500 раз, став свидетельством существенного роста числа слияний и поглощений за 10-летний период. 2024 год отметился снижением данного показателя до около 1300 сделок.

Общая динамика количества М&А-сделок показана на рисунке 13.

Стоимость сделок слияний и поглощений в Южной Америке за последние годы значительно выросла, достигнув почти триллиона долл. США в 2021 году. В 2024 году стоимость сделок слияний и поглощений в регионе снизилась на 20% по сравнению с предыдущим годом и составила 395 млрд долл. США.



**Рисунок 13 – Количество сделок слияний и поглощений (M&A) в Южной Америке с 1985 по 2024 г.**

Примечание – Составлено автором по: [59].

Крупнейшей сделкой слияний и поглощений (M&A) в Латинской Америке в 2024 году стало приобретение Santos Brasil Participacoes SA компанией Merit Corp Sal CMA CGM SA на сумму около 2,8 млрд долл. США. Второй по величине сделкой признано приобретение Fideicomiso F/00939 – Fibra Terrafina компанией FIBRA Prologis на сумму 2,1 млрд долл. США [70] (таблица 7).

**Таблица 7 – Крупнейшие сделки слияний и поглощений (M&A) в Латинской Америке в 2024 г.**

В миллионах долларов США

Приобретатель	Цель	Стоимость сделки
1	2	3
Merit Corp Sal CMA CGM SA	Сантос Бразилия Participacoes SA	2796,2
FIBRA Прологис	Fideicomiso F/939 – Фибра Террафина	2080,9
ПРИО СА	Нефтегазовые активы (месторождения Перегрино и Питангола)	1915,0
MSC Mediterranean Shipping Co SA SAS Shipping Agencies Services Sarl	Wilson Sons Holdings Бразилия SA	1807,3
Просус HB	Despegar.com Corp	1759,7
BP plc	BP Bunge Bioenergia	1400,0
3R Petroleum Oleo e Gas SA	Enauta Participacoes SA	1346,3
BiceCorp SA	Grupo Security SA	1250,0

Окончание таблицы 7

1	2	3
Banco Bradesco SA Banco do Brasil SA	Cielo SA	1240,3
Equatorial Energia SA	Companhia de Saneamento Basico do Estado de Sao Paulo	1235,3
Примечание – Составлено автором по: [70].		

### Африка и Ближний Восток

В 2024 году крупнейшей сделкой слияния и поглощения (M&A) в регионе Африки и Ближнего Востока стало приобретение MultiChoice Group Ltd компанией Vivendi SE Groupe Canal + SA. Об этой сделке было объявлено в феврале, а сумма сделки составила 2,7 млрд долл. США. Далее последовало приобретение Shell Petroleum Development Co of Nigeria Ltd консорциумом инвесторов (ND Western Ltd Aradel Holdings PLC, FIRST Exploration & Petroleum Development Co Ltd, Waltersmith Petroman Oil Ltd, Petrolin Group Renaissance Africa Energy) на сумму 2,4 млрд долларов США [68] (таблица 8).

Число сделок слияний и поглощений в регионе Ближнего Востока и Северной Африки (MENA) достигло пика в 2021 году – 2563 сделки. В 2024 году число M&A в регионе составило 1657 [60] (рисунок 14).

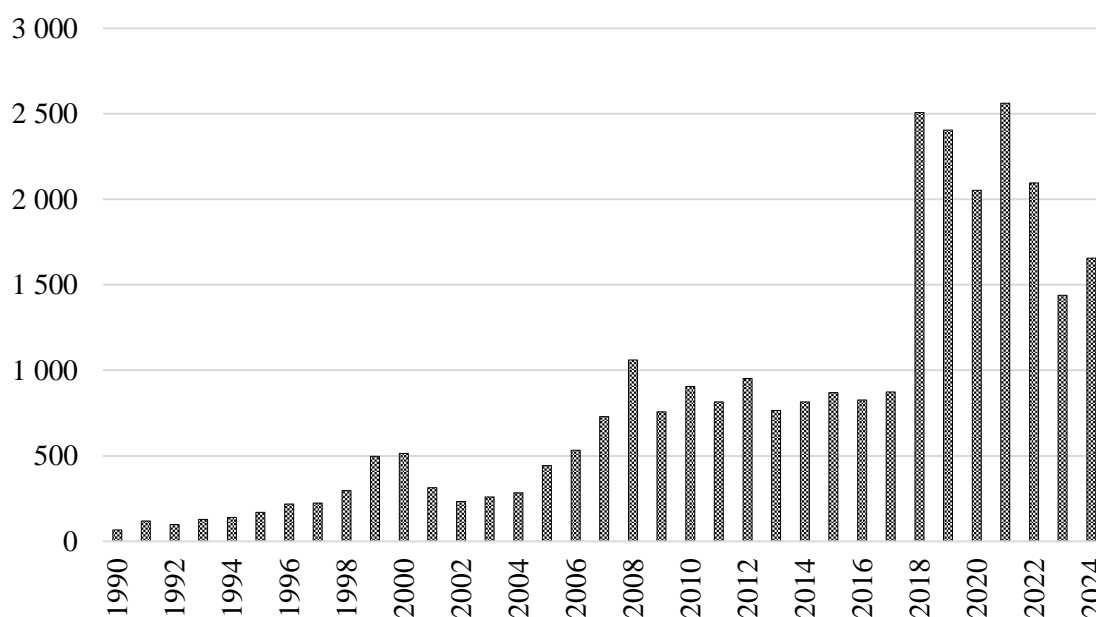
**Таблица 8 – Крупнейшие сделки слияний и поглощений (M&A) на внутреннем рынке Африки и Ближнего Востока в 2024 г.**

В миллионах долларов США

Приобретатель	Цель	Стоимость сделки
1	2	3
Vivendi SE Groupe Canal + SA	MultiChoice Group Ltd	2701,3
ND Western Ltd Aradel Holdings PLC, FIRST Exploration & Petroleum Development Co Ltd, Waltersmith Petroman Oil Ltd, Petrolin Group Renaissance Africa Energy	Shell Petroleum Development Co of Nigeria Ltd	2400,0
Корпорация Метанекс	OCI Methanol Marketing LLC	2020,1
Brookfield Asset Management Ltd, Государственный нефтяной фонд Азербайджанской Республики (SOFAZ), Gulf Islamic Investments LLC, Marathon Asset Management LP, Varkey Group	GEMS Global (Кайман) Ltd	2000,0
Playtika Holding Corp	SuperPlay Ltd	1950,0

Окончание таблицы 8

1	2	3
Saudi Arabian Mining Co – Ma'aden	Мааден Ваад Аль Шамаль Фосфат Ко	1533,2
Корпорация Microsoft	Группа 42	1500,0
SAP SE	WalkMe Ltd	1452,8
Macquarie Airfinance Ltd	ALAFCO Aviation Lease & Finance Co KSCC (портфель из 23 самолетов)	1115,0
Compagnie de Saint-Gobain SA	Fosroc International Ltd	1025,0
Примечание – Составлено автором по: [68].		



**Рисунок 14 – Количество сделок слияний и поглощений (M&A) на Ближнем Востоке и в Северной Африке (MENA) с 1990 по 2024 г.**

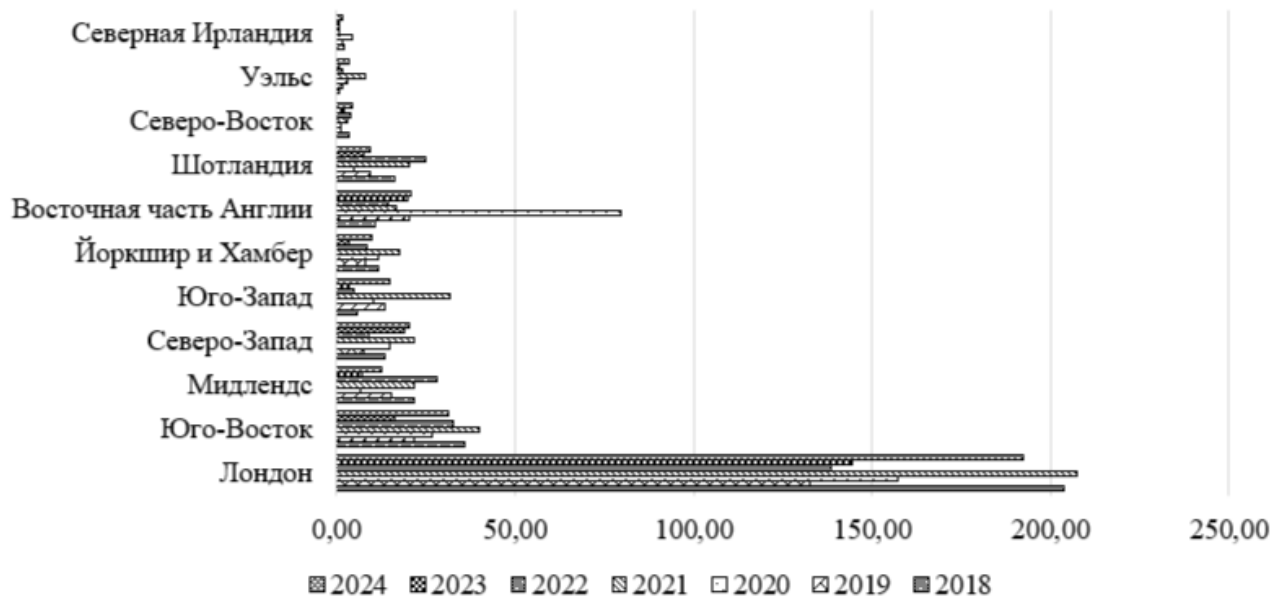
Примечание – Составлено автором по: [60].

Ключевые секторы, стимулирующие слияния и поглощения, включают энергетику, горнодобывающую промышленность, коммунальные услуги и финансовые услуги. Особенно активны страны Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива.

### **Великобритания**

Топ регионов по общему объему M&A-сделок возглавляет Лондон (192,16 млрд фунтов стерлингов в 2024 году), далее следуют Юго-Восток (31 млрд

фунтов стерлингов) и Восточная часть (20 млрд фунтов стерлингов) [126]. Рейтинг регионов по уровню сделок представлен на рисунке 15.



**Рисунок 15 – Стоимость сделок слияний и поглощений в Великобритании в 2018–2024 гг. по регионам**

Примечание – Составлено автором по: [126].

Свыше 50 млрд долл. США – такой результат M&A-рынок страны смог достичь в 2025 году, при этом одна сделка оценивается в среднем более чем на 890 млн долл. США.

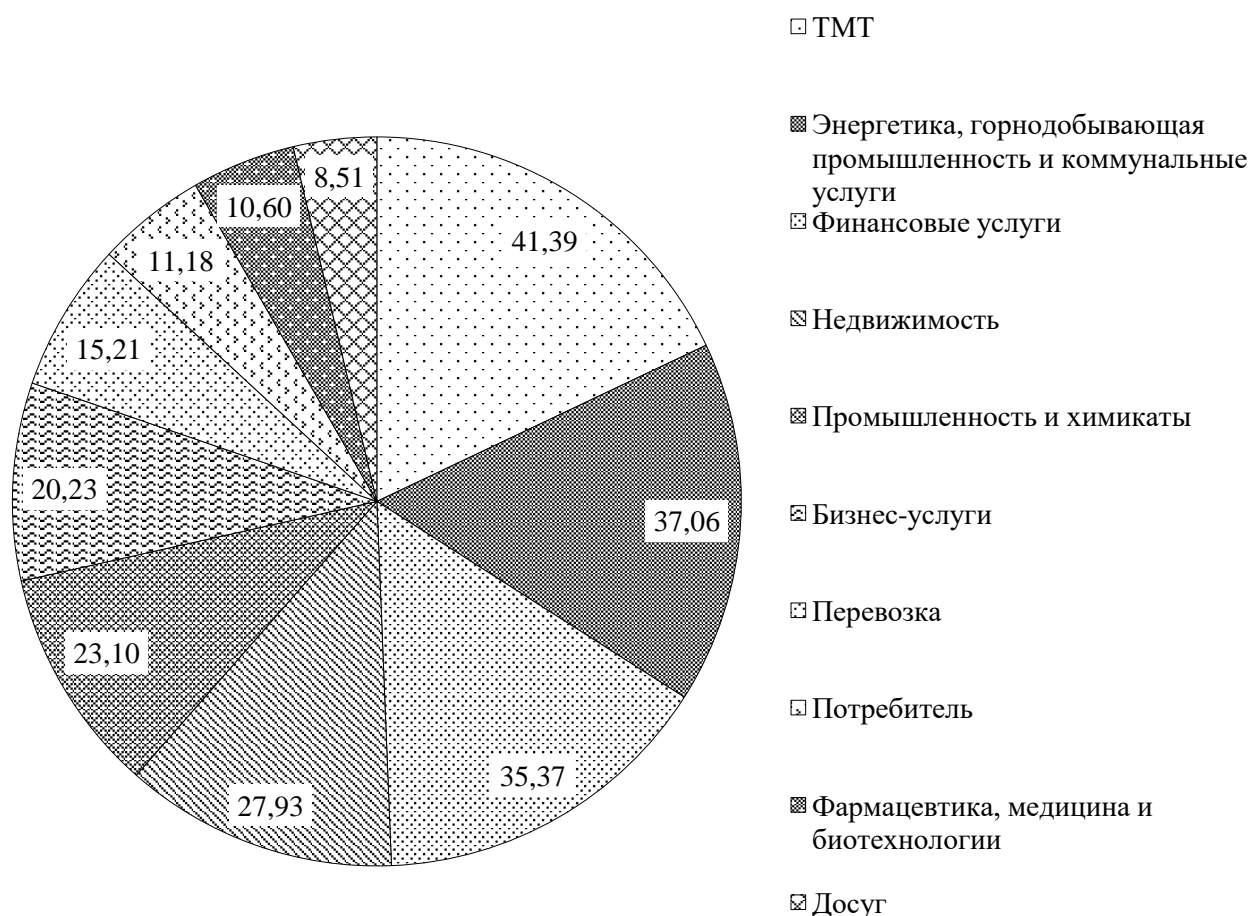
Сектор технологий, медиа и телекоммуникаций (ТМТ) лидировал по стоимости сделок в 2024 году, составив 41,39 млрд долл. США. За ним следовали энергетика, горнодобывающая промышленность и коммунальные услуги с 37,06 млрд долл. США [125] (рисунок 16).

Больше всего сделок было совершено в секторе инфокоммуникаций – 1770 сделками в 2024 году, далее следуют профессиональные услуги и производство.

Сектор финансовых услуг занял пятое место с 1046 сделками, что свидетельствует о небольшом росте по сравнению с предыдущим годом.

Эта диверсификация отражает меняющиеся экономические приоритеты и технологический прогресс в деловой среде Великобритании. Ожидалось, что объем

рынка прямых инвестиций Великобритании, тесно связанный с активностью слияний и поглощений, достигнет 101,43 млрд долл. США к 2025 году, а ожидаемый годовой темп роста составит 1,29%.



**Рисунок 16 – Отраслевая структура сделок слияний и поглощений по стоимости в Великобритании в 2024 г.**

Примечание – Составлено автором по: [125].

На рынке также наблюдается повышенное внимание к устойчивым инвестициям, что отражает растущий спрос на ответственное распределение капитала.

## Россия

В настоящее время рынок M&A России находится на перепутье. С одной стороны, геополитические факторы, экономические санкции и контрсанкционные меры создают серьезные препятствия для сделок. С другой стороны, для ряда

игроков это период возможностей для консолидации активов и выхода на перспективные рынки [143].

Объем рынка сделок слияний и поглощений с порогом 1 млн долл. США в третьем квартале 2025 года значительно снизился по сравнению с аналогичным периодом прошлого года [156].

Общая стоимость сделок за три месяца уменьшилась в 1,7 раза – до 7,24 млрд долл. США против 12,45 млрд долл. США годом ранее [92]. Также сократилось количество транзакций: в отчетный период было совершено 88 сделок, что на 13,7% меньше по сравнению с 102 сделками в прошлом году. В рублях сумма сделок за квартал снизилась на 48,1% – с 1139,1 млрд руб. до 591,28 млрд руб.

Основная причина такого снижения – завершение в сентябре 2024 года крупной продажи российского актива за границей. Так, шведский фонд EQT X под управлением EQT Partners приобрел контроль в компании Acronis у российских основателей и ряда инвестфондов. Оценочная стоимость сделки составила около 4 млрд долл. США. Аналитики АК&М не отмечали за квартал подобных по объему сделок.

За весь период аналитики зафиксировали только одну крупную сделку свыше 1 млрд долл. США – покупка холдингом S8 Capital Армена Саркисяна и группой «МТ-интеграция» 79% в ГК «Аквариус» за примерно 1195 млн долл. США.

Второй по величине сделкой стала покупка в сфере строительства и девелопмента – национализация крупнейшего дальневосточного производителя цемента ООО «Востокцемент» и ГК «Ренессанс» у бывшего мэра Владивостока Игоря Пушкарева. Оценка активов – около 953,3 млн долл. США.

Третье место заняла сделка с транспортными активами – продажа авиакомпания «Волга-Днепр», владеющей самолетным парком. С учетом долга ее оценочная стоимость составила около 900 млн долл. США. Средняя стоимость транзакции, за вычетом крупнейшей сделки, выросла на 21,7% – до 69,5 млн долл. США по сравнению с 57,1 млн долл. США в аналогичном периоде прошлого года.

Общий объем рынка M&A с января по сентябрь 2025 года составил 25,91 млрд долл. США, что на 23,3% меньше, чем за тот же период 2024 года. Количество сделок за этот период – 288 против 321 годом ранее.

Одним из негативных факторов остается высокая ключевая ставка Банка России – 16,5% годовых, что затрудняет привлечение заемных средств и тормозит активность на рынке.

Тренд на принудительную национализацию частных компаний продолжается. Обычно такие национализации предполагают возмещение ущерба, нанесенного государству предыдущими владельцами, что и учитывается при оценке сделки. В некоторых случаях национализация происходит без оценки возмещения и представляет собой экспроприацию активов, что ранее не входило в бюллетень. С начала 2025 года АК&М пересмотрело методику учета таких сделок – теперь их оценивают по принципу утраты для прежних владельцев (отрицательное значение). В третьем квартале 2025 года таких случаев аналитиками не зафиксировано.

Российский рынок M&A проходит фазу адаптации к новым условиям. Доля трансграничных сделок минимальна, но внутренняя активность поддерживается стратегами, госструктурами и инвесторами, возвращающими капитал в страну. Для владельцев средних и крупных предприятий это открывает возможности – качественные активы с устойчивой маржой и прозрачной структурой остаются востребованными [106].

На основе данных за последние 5 лет можно выделить несколько ключевых тенденций для российского рынка M&A (таблица 9).

**Таблица 9 – Анализ данных российского рынка M&A за 2021–2025 гг.**

Период	Сумма сделок, млрд долл. США	Количество сделок
III квартал 2025 г.	7,24	88
2024 г.	54,30	499
2023 г.	50,59	536
2022 г.	42,89	517
2021 г.	46,47	597
Примечание – Составлено автором.		

Объем сделок значительно вырос: с 46,47 млрд долл. США в 2021 году он достиг пика в 54,30 млрд долл. США в 2024 году, несмотря на временное снижение до 42,89 млрд долл. США в 2022 году из-за геополитической напряженности. В 2024 году рынок снова достиг новых максимумов, а в 2025 году наблюдался некоторый замедлительный тренд.

При этом количество сделок постоянно сокращается: с 597 в 2021 году до 499 в 2024 году, что свидетельствует о консолидации рынка и сосредоточении внимания на более крупных и стратегических активах. В то же время средняя стоимость одной сделки значительно выросла – с примерно 77,8 млн долл. США в 2021 году до около 108,8 млн долл. США в 2024 году, что отражает повышение качества сделок и ориентацию на крупные транзакции [45].

**Таблица 10 – Отраслевая сегментация российского рынка слияний и поглощений в I полугодии 2025 г.**

Отрасли	Объем сделок, млн долл. США	Доля в общем объеме, %	Число сделок	Доля в общем числе, %
Строительство и девелопмент	3783,1	20,3	51	25,4
Транспорт	2185,6	11,7	12	6,0
Финансовые институты	2006,5	10,7	7	3,5
Услуги	1799,7	9,6	18	9,0
Торговля	1758,3	9,4	22	10,9
Химическая и нефтехимическая промышленность	1484,2	7,9	5	2,5
Добыча полезных ископаемых	1340,7	7,2	8	4,0
Пищевая промышленность	943,1	5,1	13	6,5
Сельское хозяйство	703,7	3,8	15	7,5
Страхование	609,8	3,3	1	0,5
Металлургия	509,5	2,7	3	1,5
Машиностроение	454,7	2,4	11	5,5
Лесная и целлюлозно-бумажная; издательства	390,8	2,1	4	2,0
IT	332,2	1,8	16	8,0
ТЭК	321,9	1,7	6	3,0
Электроэнергетика	20,6	0,1	2	1,0
Прочие производства	10,6	0,1	1	0,5
Спорт	9	0,0	2	1,0
Легкая промышленность	6,6	0,0	3	1,5
СМИ	1,6	0,0	1	0,5
Итого	18672,2	100,0	201	100,0

Примечание – Составлено автором.

Отраслевая сегментация российского рынка слияний и поглощений в первом полугодии 2025 года показана в таблице 10.

За первое полугодие 2025 года три актива были национализированы без оценки возмещения, что привело к потерям для предыдущих владельцев на сумму около 1934,8 млн долл. США (10,4% от стоимости сделок). Крупнейшая из них – национализация IT-компании ГК «Леста», затем – ГК «Борец» и завод «Крым», крупный производитель на юге России. Также в феврале суд передал государству активы ГК Raven Russia, однако это не отражено в статистике из-за продолжающихся судебных разбирательств. В апреле прокуратура России подала иск против связанных с Raven Russia лиц, что может повлиять на объем и стоимость национализированных активов [142].

Таким образом, мировой рынок M&A характеризуется высокой динамикой и стратегической важностью для роста компаний. Лидерами рынка являются США, Канада, Китай и Европа с акцентом на технологии, здравоохранение, энергетику и фармацевтику. В числе основных трендов – приобретение инноваций, диверсификация и выход на новые рынки, несмотря на усиление регуляций при трансграничных сделках.

В России ситуация иная: рынок сокращается из-за санкций и внутренних вызовов: снижается объем сделок, растет национализация, уменьшается трансграничная активность, активы перераспределяются внутри страны. Ведущие отрасли – строительство, транспорт и финансы. В отличие от мирового, российский рынок сосредоточен на выживании и внутренней консолидации, а не на стратегическом росте.

Итак, анализ зарубежного опыта и российской практики позволил сделать два важных вывода: мировой рынок M&A активно развивается и важен стратегически, но Россия находится в процессе трансформации из-за геополитических и институциональных факторов. Существующие методы оценки эффективности сделок сосредоточены на финансах и не учитывают особенности российской специфики, где возрастает роль государства и меняется структура сделок. Данные обстоятельства настоятельно требуют разработки собственного

инструментария для эмпирического анализа влияния M&A на финансовые результаты компаний. В следующих разделах диссертации сформирована выборка сделок российских публичных компаний за 2017–2024 годы и обоснована система факторов для многокритериальной оценки финансовых эффектов с учетом выявленных особенностей.

## **2.2 Формирование совокупности сделок M&A для эмпирической верификации с учетом специфики российского рынка**

Для эмпирического анализа влияния сделок слияний и поглощений на финансовую результативность корпораций была сформирована выборка сделок, совершенных российскими публичными компаниями в период с 2017 по 2024 год. Выбор именно публичных компаний обусловлен их обязательством раскрывать полную и достоверную финансовую отчетность, что обеспечивает доступность и надежность данных для проведения всестороннего анализа. Такой подход позволяет проводить сравнительный анализ с высокой степенью точности и обеспечивает основу для объективных выводов.

В итоговую выборку вошли 40 сделок M&A, осуществленных компаниями различных отраслей экономики и представляющих разные типы интеграционных процессов (слияния, поглощения, обмен активами, продажа активов). Критериями отбора стали следующие:

- значимость для компании-покупателя (объем сделки составлял не менее 5% от рыночной капитализации или 10% от годовой выручки);
- наличие полной финансовой информации за периоды до и после завершения сделки;

- отсутствие других крупных M&A-сделок в анализируемый период, которые могли бы повлиять на результаты исследования;
- разнообразие отраслевых принадлежностей компаний.

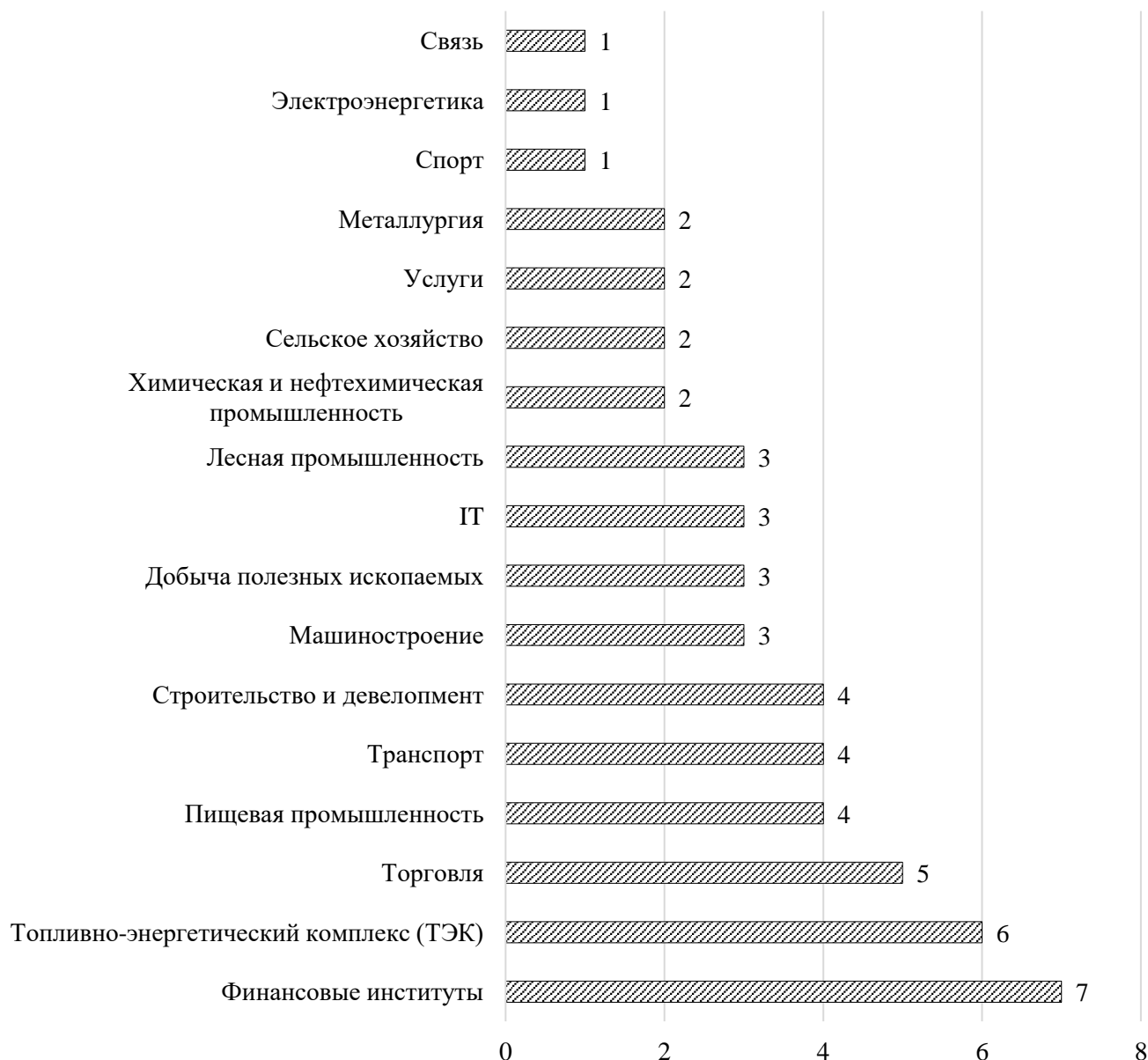
Информация о компаниях, вошедших в выборку, представлена в приложении Б (таблицы Б.1 и Б.2).

Во временном развитии трендов наблюдается заметный переход: начиная с периода 2017 года, когда доминировали экспансивные сделки, такие как приобретение Essar Oil, и завершения периода консолидации в 2019 году, например сделкой с Wintershall Dea, – к 2022–2024 годам происходит смена направления в сторону вынужденной репатриации и санации компаний, таких как Яндекс, ПСБ и «Открытие». Также отмечается усиление роли государства в сделках. В 2023–2024 годах значительно возрастает число операций с участием государственных компаний и госкорпораций, таких как Росимущество, ВТБ и РЖД, что свидетельствует о росте влияния государственного сектора на рынок слияний и поглощений.

Кроме того, меняется приоритетная сфера сделок. В период с 2017 по 2019 год основное внимание уделялось сделкам в топливно-энергетическом комплексе (ТЭК), тогда как к 2024 году наблюдается смещение фокуса на финансовый сектор, IT-отрасль, сельское хозяйство и пищевую промышленность.

Наконец, меняется и характер самих сделок. В то время как ранее преобладали рыночные слияния и поглощения, в последние годы все чаще иницируются сделки, связанные с государственным вмешательством – национализациями, санациями и возвращением стратегических активов под контроль государства.

Анализ отраслевой структуры рынка M&A за период 2017–2024 годов показывает ярко выраженную концентрацию активности в нескольких ключевых секторах (рисунок 17). Три ведущие отрасли – финансы, ТЭК и торговля – вместе обеспечивают 45% всех крупнейших сделок, что свидетельствует о высокой концентрации капитала в наиболее важных сегментах экономики.



**Рисунок 17 – Анализ отраслевой структуры рынка M&A за период 2017–2024 гг.**

Примечание – Составлено автором.

Лидером в отраслевой структуре и индикатором системных изменений в экономике выступает финансовый сектор, доля которого составляет 17,5%. Это обусловлено масштабной структурной перестройкой банковского сектора, в том числе санацией системообразующих банков и сменой владельцев вследствие ухода иностранного капитала и санкций.

Далее следует топливно-энергетический комплекс с долей в 15%. Он остается традиционным лидером по стоимости сделок стратегических приобретений за рубежом и внутри страны и сделок оптимизации активов с государственным

участием. ТЭК отводится ключевая роль в экономике и генерировании крупных транзакций.

Зрелость и высокая конкурентность – важные характеристики рынка торговли – третьей по объемам сделок отрасли, доля которой – 12,5%. Ключевыми тенденциями, свидетельствующими о переходе рынка на стадию более системной и зрелой конкуренции, обозначим горизонтальную консолидацию, смену владельцев международных сетей и стратегические альянсы.

Вторую позицию занимают сектора, являющиеся важными элементами стабильной экономики: пищевая промышленность, транспорт и строительство. На долю каждого из которых приходится по 10%. Ключевые тенденции: в пищепроме – поддержка импортозамещения, государственная консолидация; в транспортной отрасли – приватизация и объединение активов; в сфере строительства – активы в условиях кризиса и сделки с коммерческой недвижимостью.

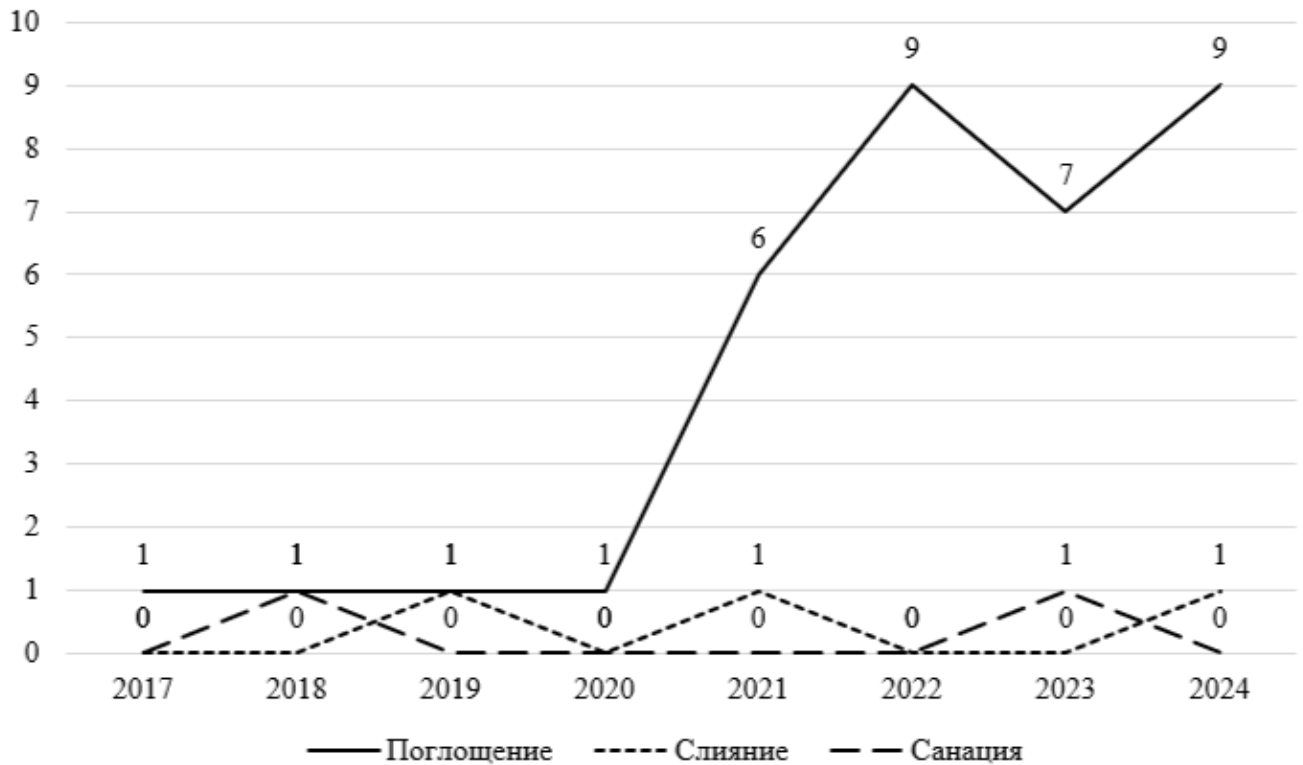
Машиностроение, добыча полезных ископаемых, ИТ и лесная промышленность – отрасли стратегического развития, обеспечивающие формирование диверсифицированной экономики, занимают долю в 30% – по 5–7,5% на каждую отрасль. Здесь наблюдаются приобретение стратегических активов, репатриация компаний и смена владельцев.

Узкоспециализированным отраслям – спорту, электроэнергетике и связи – отведено 5% сделок, которые зачастую имеют символическое или стратегическое значение. В качестве примера укажем продажу ФК «Челси» или вход «Росатома» в активы электроэнергетики.

Как видно, высокая концентрация капитала сосредоточена в пределах шести ведущих отраслей, что подтверждается долей в 75% приходящихся на них сделок. Рынок прошел эволюцию от экспансии и внешних слияний к внутренней консолидации и реструктуризации под влиянием внешних шоков. Усиление роли государства проявляется в преобладании сделок с участием государственных институтов, особенно после 2022 года. В то же время наблюдается тенденция к

диверсификации экономики за счет увеличения активности в несырьевых секторах, таких как ИТ, торговля, машиностроение и пищевпром.

Динамика компаний по типам сделок представлена на рисунке 18.



**Рисунок 18 – Динамика количества сделок М&А по типам**

Примечание – Составлено автором.

Как видно из рисунка 18, в 2017–2020 годах совершалось в среднем 1–2 сделки в год, то есть активность была низкой, что свидетельствует о стабильности и отсутствии существенных изменений. В 2021 году произошел резкий рост – было заключено 7 сделок, что связано с восстановлением после пандемии и завершением стратегических проектов. Таким образом, динамика рынка крупных сделок периода 2017–2024 годов носила волнообразный характер.

На пике активности оказались 2022 и 2023 годы: в 2022 году был зафиксирован максимум – 9 сделок, что стало реакцией на геополитические потрясения и уход иностранных компаний с рынка. В 2023 и 2024 годах уровень

сделок остался высоким – 8 и 10 сделок соответственно, что свидетельствует о глубокой структурной перестройке экономики.

По типам сделок доминировали поглощения, составляющие около 87,5% всех сделок, что говорит о процессе консолидирования рынка, выходе новых игроков и продаже активов. Слияния занимают меньшую долю – всего 7,5%, что свидетельствует о сложности согласования равноправных партнерств и низком уровне доверия. В кризисные периоды проводятся эпизодические санации (около 5%) в целях стабилизации финансовой системы.

Периоды можно разделить на два этапа: стабильный с крупными стратегическими сделками (с 2017 по 2020 год) и турбулентный, характеризующийся массовым ростом поглощений и активным перераспределением активов под влиянием внешних шоков (с 2021 по 2024 год).

В целом рынок слияний и поглощений перешел от стратегической направленности к адаптации и выживанию. Так, до 2021 года сделки были преимущественно стратегическими, после 2022 года – стали массовыми, что обусловлено процессами реструктуризации, замещения ушедших компаний и концентрации активов в новых руках. Данные тренды являются свидетельством высокого уровня нестабильности экономики и изменений структуры собственности.

Наличие различных типов сделок дает возможность провести сравнительный анализ их влияния на результативность деятельности компаний.

Традиционные детерминанты результативности слияний и поглощений прошли значительную трансформацию, что было выявлено посредством систематизации теоретических исследований. Выработанная система индикаторов констатирует тот факт, что на смену исключительно финансовым и операционным синергиям приходят факторы, связанные с цифровой трансформацией, устойчивым развитием, геополитической обстановкой и адаптацией к новым правилам глобальной торговли. На этом основании сформирован и обоснован следующий комплекс гипотез, актуальных для российской экономики периода 2017–2024 годов и последующих лет.

Рассмотрим более подробно наиболее значимые сделки, включенные в выборку.

1. Одна из самых крупных и знаковых сделок 2024 года – продажа голландской материнской компании Yandex N.V. российскому консорциуму инвесторов. В результате геополитического кризиса 2022 года и введения международных санкций был осуществлен комплексный процесс перераспределения собственности на российский бизнес компании «Яндекс». В рамках сделки, предусматривавшей продажу 96,3% акций российской части материнской компании Yandex N.V. за сумму 5,29 млрд долл. США, произошла фактическая национализация ключевого технологического актива. Сделка стала следствием необходимости устранения санкционных рисков, связанных с угрозой ограничения деятельности международных акционеров, и была реализована в условиях законодательных инициатив российского правительства, предусматривающих принудительный выход иностранных инвесторов из «недружественных» юрисдикций.

Объектом сделки являлся российский сегмент бизнеса «Яндекса», ранее находившийся в структуре зарегистрированной в Нидерландах материнской компании. Продавцом выступала Yandex N.V., представлявшая интересы зарубежных акционеров. Механизм реализации включал выделение международных активов, отделение российской части бизнеса и проведение оценки с дисконтом, а также получение одобрений от российских и европейских властей. В результате сделка обеспечила полную юридическую и операционную независимость российского «Яндекса». Это дало возможность полностью закрепить его статус внутри страны, сохранить технологический суверенитет и обеспечить непрерывность оказания услуг.

Рассмотренная транзакция, ставшая своего рода символом трансформации модели владения и создав прецедент для выхода и других активов из иностранных юрисдикций, завершила эпоху глобальных иностранных инвестиций в российский сектор высоких технологий. Итогом произошедшего стали кардинальные

изменения в стратегической архитектуре управления основными технологическими активами страны.

2. Продажа ПАО Банк «ФК Открытие» Банком России ПАО «Банк ВТБ» стала, несомненно, наиболее значимой крупной сделкой, совершенной в 2023 году. Данная инициатива была связана с завершением начатой в 2017 году в целях защиты прав вкладчиков и стабилизации финансовой системы масштабной программы санации банка «Открытие». После очистки баланса и устранения проблемных активов банк достиг нужного уровня устойчивости и прибыльности, что и послужило предпосылкой к его продаже. В качестве основных мотивов можно указать необходимость завершения мероприятий санации, усиление роли государственных банков в условиях санкционной изоляции и консолидации сектора, стратегическая цель по созданию крупного финансового учреждения, сопоставимого с лидером – Сбербанком.

Экономические последствия данной сделки следующие: слияние ВТБ и «Открытия» послужило фактором формирования в банковском секторе мощной «большой двойки», что усилило контроль государства над ключевыми финансовыми активами и закрепило его доминирующую роль в банковской системе. Наряду с этим были расширены розничные и корпоративные возможности ВТБ, созданы синергетические преимущества и усилены позиции в сегментах пенсий, страхования, брокерского обслуживания.

Эта сделка также повлияла на конкурентную среду, создав дополнительные вызовы для частных банков, таких как Тинькофф и Альфа-Банк, за счет усиления позиций госбанков.

В целом продажа «ФК Открытие» представляет собой стратегический акт консолидирования активов, завершения периода санации и перехода к новой модели формирования национальных финансовых институтов, ориентированных на обеспечение экономической устойчивости и суверенитета в условиях международной изоляции.

3. Наиболее значимой сделкой 2022 года является продажа футбольного клуба «Челси». Данная транзакция стоит на первом месте рейтинга не только по

стоимости (3,15 млрд долл. США), но и является уникальным геополитическим, юридическим и медийным феноменом, не имеющим аналогов в истории мирового спорта и M&A.

Объект – 100% акций футбольного клуба «Челси», ведущего английского клуба. Продавец – Роман Абрамович, владевший им с 2003 года. Покупатели – консорциум инвесторов, возглавляемый Тоддом Боэли, с участием американских и иностранных бизнесменов. Стоимость сделки – 2,5 млрд фунтов стерлингов (около 3,15 млрд долл. США), дополнительно выделено 1,75 млрд фунтов стерлингов на развитие клуба и стадиона. Сделка – трансграничная.

4. Ключевой сделкой 2021 года стала консолидация нефтегазохимического сектора – поглощение «СИБУРОм» «ТАИФа».

Это стратегическая сделка, направленная на вертикальную и горизонтальную интеграцию в нефтегазохимической отрасли с целью создания крупного национального холдинга, конкурентоспособного на мировом уровне. Объектом сделки являются все акции АО «ТАИФ», ведущего нефтегазохимического холдинга Татарстана. Продавцом выступает семья Шаймиевых, а покупателем – ПАО «СИБУР Холдинг». Общая стоимость сделки составляет 6,05 млрд долл. США, и она проходит в рамках внутренней сделки.

Создание объединенного холдинга «СИБУР» и «ТАИФ» привело к формированию одного из крупнейших в мире нефтегазохимических предприятий с выручкой свыше 15 млрд долл. США. Это объединение обеспечивает горизонтальную интеграцию производства полимеров и каучуков, а также вертикальное замыкание цепочки – от добычи сырья до выпуска продукции с высокой добавленной стоимостью. В результате повысилась эффективность логистики и сбыта, что укрепило позиции на внутреннем и внешнем рынках.

Также сделка способствовала реализации стратегии импортозамещения и расширения экспорта продукции с высокой добавленной стоимостью, что соответствует государственной политике по развитию переработки углеводородов и укреплению позиций России на международной арене.

5. Примером проведения политики, направленной на контроль над важными ресурсами в кризисный период, стала сделка 2020 года по национализации стратегического месторождения – обмен активами между «Роснефтью» и НКК. В рамках данной сделки «Роснефтью» НКК были переданы трудноизвлекаемые активы, взамен чего была получена доля в крупном месторождении Юрубчено-Тохомское, а также сервисные активы. В условиях кризиса и падения цен на нефть сделка, формально оцененная в 11,1 млрд долл. США (рыночная стоимость – около 4,5–5,5 млрд долл. США), позволила НКК избежать банкротства. Для государства это стало возможностью сохранения контроля над важным ресурсом, а также обеспечения долгосрочной стратегической безопасности сектора энергетики.

Ключевое значение сделки сводится к использованию механизмов поддержки частных компаний через государственные структуры и отражению политико-экономических интересов, ставивших стратегическую ценность актива и политическую связь приоритетнее рыночной оценки.

6. В 2019 году произошло слияние двух нефтегазовых компаний – принадлежащей немецкому концерну BASF компании Wintershall и находящейся во владении российского бизнесмена Михаила Фридмана компании Dea Deutsche Erdogel. Сделка, оценочная стоимость которой составила 7,2 млрд долл. США, была ориентирована на создание крупного европейского газового предприятия с диверсифицированным портфелем, включающим российские активы. Доли в объединении распределились следующим образом: 67% – Wintershall Dea, 33% – LetterOne. В целом сделка укрепила российско-германское сотрудничество и стала примером успешной интернационализации российского капитала и стратегической консолидации в эпоху глобализации. Однако успех длился недолго – геополитические события 2022 года изменили судьбу компании, обусловив процесс вывода активов из России.

7. Укреплению роли государства способствовала самая масштабная сделка 2018 года на российском рынке слияний и поглощений, ставшая второй по величине после санации «Открытия», – санация «Промсвязьбанка» братьев

Ананьевых Агентством по страхованию вкладов признана (4,25 млрд долл. США). Ее уникальность в том, что из частного банка посредством принудительной государственной консолидации был создан институт стратегического значения. Если говорить о предпосылках данного события, можно назвать неэффективное управление, использование семейных «схем» в деятельности «Промсвязьбанка».

8. Сделкой M&A, ставшей стратегической для нашей страны и воплотившей амбиции российских компаний занять роль глобально интегрированных энергетических игроков, ознаменовался 2017 год. Речь идет о приобретении контрольного пакета акций индийского НПЗ Essar Oil Limited. Покупателем выступил возглавляемый «Роснефтью» консорциум. Стоимость 73,7% акций составила около 9,5 млрд долл. Наряду с операционным контролем над современной нефтеперерабатывающей компанией «Роснефть» получила доступ к широкой сети автозаправочных станций. Важными результатами сделки стали укрепление российско-индийского сотрудничества, выход отечественных компаний на азиатский рынок, переход от сырьевой направленности экспорта к полной цепочке создания стоимости.

Подводя итог рассмотрению репрезентативной выборки сделок российских слияний и поглощений за период с 2017 по 2024 год, стоит констатировать наличие необходимой вариативности по типам сделок, отраслям и макроэкономическим аспектам, что позволит далее в работе верифицировать ключевые гипотезы исследования о драйверах стоимости и успеха интеграционных процессов в современной российской экономике.

На основе анализа отраслевой структуры, динамики типов сделок и выявленных трендов (смена приоритетных отраслей, усиление роли государства, переход от экспансии к адаптации) сформирована эмпирическая база для дальнейших исследований факторов, влияющих на результативность M&A. В разд. 2.3 будет проведена идентификация и систематизация факторов, определяющих успешность сделок, включая макроэкономические, регуляторные, финансовые и управленческие аспекты, а также новые драйверы – санкционный режим, цифровую трансформацию, ESG-повестку.

## **2.3 Факторы результативности сделок M&A на российском рынке: выявление и систематизация**

Проанализируем факторы результативности сделок M&A.

### **1. Анализ макроэкономических факторов и количества сделок.**

Российские исследования, в особенности работы А.С. Костюковой, последовательно доказывают, что активность на рынке M&A в России является производной от общеэкономической конъюнктуры. Ключевыми драйверами выступают рост ВВП и цен на нефть, тогда как повышение ключевой и кредитной ставок, а также инфляция оказывают сдерживающее влияние. Особенностью национального рынка является его высокая чувствительность к внешнеполитическим шокам, таким как санкции, приводящим к резкому сокращению числа сделок [64].

Другим исследованием, фиксирующим аналогичную зависимость от фундаментальных показателей, таких как ВВП, процентные ставка, капитализация рынка, стала работа С.И. Бабкина, который выявил положительную связь между активностью на рынке и динамикой ВВП. Вместе с тем отмечается сдерживающее влияние высокой стоимости заемного финансирования [10].

В научной работе по стратегическому менеджменту в области слияний и поглощений [177] также констатируется, что макроэкономические и страновые условия являются ключевыми детерминантами активности: уровень экономического развития (ВВП), доля страны на мировом рынке и действующее законодательство влияют на количество сделок и их объемы.

### **2. Анализ регуляторного и институционального воздействия.**

Ряд исследований, в числе авторов которых С.И. Бабкин, А.Н. Ибрагимов, А.С. Костюкова, Л.С. Овчинникова, посвящен анализу роли государства и законодательства в M&A. Методология включает сравнительный анализ, регрессионные модели, институциональный подход.

Отмечается, что значимым фактором, сдерживающим развитие рынка сделок слияний и поглощений, выступают высокая степень вмешательства государства и изменения в законодательстве.

В России и Китае государство играет двойственную роль: будучи источником барьеров, оно одновременно является активным участником сделок, что формирует специфическую, отличную от западных моделей, структуру рынка. Так, в сравнительном исследовании рынков M&A России и Китая Л.С. Овчинникова подчеркивает общность их институциональных особенностей. Анализ выявляет, что для обоих рынков характерны такие черты, как чрезмерное государственное вмешательство в процессы слияний и поглощений и несовершенство законодательной базы, что в значительной степени определяет их специфику [93].

В работе А.Н. Ибрагимовой, посвященной особенностям российского рынка капитала, подчеркивается, что на динамику M&A наряду с экономическими условиями значительное влияние оказывают институциональные и регуляторные факторы. Результаты исследований показали, что такие проблемы, как высокая стоимость заемных ресурсов, санкции и изменения в законодательстве, создают существенные барьеры. В то же время отмечается растущая роль государства как активного участника сделок [37].

### 3. Анализ финансовых факторов эффективности сделки.

Результативность сделки для компании-покупателя положительно коррелирует с размером суммы, что подчеркивается в работе А.В. Козлова и Д.В. Тупиковой [54]. Так, в исследовании российской практики слияний и поглощений авторы подчеркивают, что на результативность сделок влияет комплекс факторов. Однако эмпирический анализ выявляет два наиболее значимых фактора: прямая зависимость между размером сделки и ее эффективностью для компании-приобретателя, а также положительное влияние участия крупного независимого консультанта на итоговый результат.

### 4. Анализ управленческих и интеграционных факторов провала.

В исследовании, анализирующем слияние Росбанка и БСЖВ, Д.М. Крылов подчеркивает, что на эффективность интеграции влияет не только экономическая

составляющая, но и организационно-управленческие аспекты. Анализ конкретного кейса выявляет, что наряду с риском переплаты за цель значительными проблемными факторами являются конфликты корпоративных культур, недостаточная проработка стратегии интеграции и сложности внедрения новой бизнес-модели [72]. В свою очередь, Ю.А. Валега в исследовании, анализирующем провал сделки между AOL и Time Warner, отмечает, что к неудачному результату привело сочетание нескольких критических факторов. Анализ выявляет, что фундаментальной проблемой стали непреодоленные различия корпоративных культур объединяющихся компаний, что не позволило реализовать синергетический эффект [18].

#### 5. Анализ стратегии корпоративного брендинга.

Ряд исследований фокусируется на влиянии уникальных активов и современных трендов. К примеру, в исследовании М. Gussoni и А. Mangani было установлено, что стратегически важным решением после сделки M&A является выбор между консервативным и инновационным наименованием новой компании. При этом на данный выбор оказывает значительное влияние такой фактор, как финансовые вложения: анализ показал, что крупные инвестиции отрицательно коррелируют с принятием смешанного наименования. Вместе с тем на стратегию брендинга не оказывают статистически значимого влияния такие переменные, как тип сделки, ее характер, страновой фактор и др. [159].

#### 6. Анализ факторов успеха на глобальном уровне.

В исследовании, целью которого стал масштабный обзор литературы по рынку корпоративного контроля, его авторы – Renneboog и Vansteenkiste – делают акцент на многогранности факторов успеха или неудачи сделок слияний и поглощений. Анализу был подвергнут широкий круг детерминант, начиная личными качествами управляющих и заканчивая макроэкономическими различиями между странами. Тем не менее ключевой вывод исследования сводится к тому, что на эффективность M&A, как краткосрочную, так и долгосрочную, оказывают ключевое влияние конкретные характеристики сделки – тип предложения, средства платежа, статус цели т.п. [178].

#### 7. Анализ влияния на экспорт «зеленых» сделок M&A.

Попытка установления положительной связи между экологически ориентированными сделками слияний и поглощений и экспортной активностью компаний была проведена J. Lu. Объектом исследования выступили китайские загрязняющие предприятия. Однако анализ выявил, что в значительной степени на склонность и способность предприятий к совершению таких сделок влияют их внутренние характеристики – масштаб, возраст, производительность [171].

#### 8. Анализ трансформации ключевых драйверов в банковском секторе.

Зависимость от фундаментальных показателей (ВВП, процентные ставки, капитализация рынка) отмечается и в международных работах, например, в исследовании европейского банковского сектора [145]. После глобального финансового кризиса 2008 года первичными драйверами банковских консолидаций стали не синергия и рост, а необходимость соответствия ужесточающимся регуляторным нормам (Базель III) и обеспечение финансовой устойчивости в условиях макроэкономической нестабильности.

#### 9. Влияние структурных ограничителей российского рынка.

Анализ фундаментальных проблем и тенденций развития российского рынка M&A в периоды экономической нестабильности был проведен в работе Д.С. Рукавишникова, который подчеркивает негативное влияние на активность комплекса внешнеэкономических и внутренних факторов. Анализ выявляет, что спад на рынке был обусловлен не только девальвацией рубля и санкциями, но и глубокими структурными проблемами отечественной экономики, такими как сырьевая направленность и спад в промышленности [107].

#### 10. Анализ цикличности глобальной активности слияний и поглощений.

Историко-сравнительный анализ шести волн глобальной M&A-активности с 1890-х годов был проведен А.Д. Саратовским [113], который доказывает, что активность на глобальном рынке M&A развивается волнообразно, и каждая волна закономерно возникает в периоды макроэкономического бума, характеризующиеся низкими процентными ставками, технологическими прорывами и подъемом на рынках акций. Исторический анализ выявляет, что подъемы активности на рынке

M&A закономерно приходятся на периоды экономического роста и низких процентных ставок. Однако каждая волна обладает уникальными структурными особенностями, определяемыми спецификой текущего этапа развития мировой экономики.

#### 11. Анализ ограниченного влияния сделок M&A на стоимость банков.

Оценка влияния 82 сделок M&A на стоимость европейских банков с использованием методологии исследования событий проводилась в работах В.С. Богданчука и А.В. Василевского [14], подчеркивающих, что в краткосрочном периоде сделки оказывают слабое положительное воздействие на стоимость акционерного капитала. Однако эмпирический анализ выявляет, что это влияние является нестабильным и ограниченным по времени, а также опровергает гипотезу о значимом воздействии внедрения стандартов Базеля II и III на доходность акций.

Проведенный анализ традиционных факторов успеха слияний и поглощений (M&A) выявил их недостаточную значимость в условиях новой реальности. Такие ключевые аспекты, как макроэкономическая стабильность и операционная синергия, сегодня подвержены воздействию беспрецедентных внешних шоков. В частности, санкционный режим не только ухудшает рыночную конъюнктуру, но и целенаправленно разрушает механизмы формирования синергетического эффекта. В то же время на первый план выходят новые драйверы стоимости, связанные с цифровой трансформацией. Приобретение цифровых активов требует пересмотра традиционных моделей интеграции, так как их ценность напрямую зависит от скорости их поглощения. Не менее важную роль приобретает растущее влияние ESG-повестки, которая из факультативного критерия превращается в ключевой фактор долгосрочной устойчивости объединенной компании. В результате возникает исследовательский пробел, требующий изучения комплексного воздействия санкций, цифровизации и ESG-факторов на эффективность современных M&A-сделок. Следовательно, появляется необходимость в расширении существующих факторов с учетом вышеизложенных парадигм.

#### 12. Влияние санкционного режима на синергетический эффект.

*Формулировка:* санкционный режим, направленный против одной или обеих сторон сделки M&A, оказывает негативное модератирующее влияние на реализацию синергетического эффекта, в первую очередь за счет блокировки операционной интеграции, ограничения доступа к технологиям и финансовым рынкам, а также роста непредвиденных транзакционных издержек.

*Обоснование:* в отличие от общих макроэкономических шоков, санкции носят целенаправленный и дискриминационный характер. Они не просто ухудшают экономическую конъюнктуру, а целенаправленно разрушают каналы формирования синергии – будь то интеграция цепочек поставок, совместные НИОКР или финансовые потоки. Таким образом, даже при благоприятных прочих условиях (стратегическое соответствие, схожая корпоративная культура) санкции выступают мощным негативным модератором, сводящим на нет потенциальные выгоды от объединения компаний.

### 13. Цифровизация как драйвер стоимости в сделках M&A.

*Формулировка:* сделки M&A, основной мотивацией которых является приобретение цифровых активов, технологий или компетенций (Digital M&A), характеризуются не только более высокой премией при сделке, но и большей волатильностью пост-интеграционной результативности, которая напрямую зависит от скорости и глубины цифровой трансформации компании-покупателя.

*Обоснование:* ценность цифровых активов кроется не в самих активах, а в способности покупателя их масштабировать и интегрировать в свою бизнес-модель. Следовательно, результативность таких сделок в меньшей степени зависит от традиционной операционной синергии и в большей – от «цифровой абсорбционной способности» приобретателя. Неспособность создать адаптивную среду для быстрой интеграции цифрового актива приводит к его стремительному моральному устареванию и разрушению стоимости.

14. Наибольшую ценность генерируют сделки, направленные на создание устойчивых кластеров.

*Формулировка:* сделки в бизнесе, инвестициях и стратегиях дают большую долгосрочную ценность, если они создают или укрепляют устойчивые кластеры – связанные группы компаний и организаций в одной сфере.

*Обоснование:* снизить логистические и координационные затраты позволяет создание кластеров, в результате чего повышается эффективность, а оптимизация цепочек поставок формирует дополнительную ценность.

15. Более высокую совокупную доходность демонстрируют компании, ориентированные на частые и быстрые сделки.

*Формулировка:* регулярные быстрые сделки, к примеру партнерства, венчурные инвестиции, небольшие приобретения, способствуют получению более высокой доходности, нежели редкие, крупные и долгосрочные сделки. В данном случае скорость и регулярность формируют конкурентное преимущество компании, помогают ей быть на шаг впереди конкурентов и аккумулировать выгоду через опыт и эффективность.

*Обоснование:* актуализацию получают три взаимосвязанных принципа – скорость (повышает гибкость и ускоряет рост), управление рисками (диверсификация небольших сделок), организационная эволюция (превращение сделок слияний и поглощений в системную операционную способность). В динамичных секторах этот подход создает устойчивое конкурентное преимущество и повышает доходность для акционеров.

16. ESG-трансформация как фактор долгосрочной устойчивости сделки.

*Формулировка:* степень соответствия ESG-профилей объединяющихся компаний является значимым предиктором долгосрочной устойчивости и репутационной стабильности сделки M&A, тогда как существенный разрыв в ESG-показателях создает значительные репутационные, регуляторные и финансовые риски в пост-интеграционный период. Так, ESG-фактор приобретает доминирующее значение на всех этапах слияний и поглощений [52].

*Обоснование:* инвесторы и стейкхолдеры все чаще оценивают компании через призму ESG. Сделка, в результате которой создается компания с ухудшенным совокупным ESG-профилем, подвергается риску обесценения из-за оттока «ответственных» инвесторов, ужесточения регуляторного давления со стороны потребителей. Таким образом, ESG-согласованность становится фундаментальным фактором, снижающим волатильность будущих денежных потоков объединенной компании.

17. Стоимость сделок M&A в современной экономике в значительной степени формируется за счет каскадных эффектов.

В условиях формирования замкнутых технологических цепочек и цифровизации традиционных отраслей синергетический эффект от M&A не ограничивается рамками объединяющихся компаний. Поглощение IT-компаний промышленным холдингом, например, приводит не только к прямой оптимизации его издержек, но и к росту выручки у смежных отраслей-реципиентов (например, логистики и финансовых услуг) за счет распространения технологических инноваций, снижения транзакционных издержек и повышения качества продуктовой линейки. Игнорирование этих кросс-отраслевых мультипликаторов приводит к систематической недооценке реального стратегического эффекта от сделок.

Таким образом, в рамках данной главы проведен анализ факторов, определяющих успех сделок слияний и поглощений (M&A) с учетом особенностей российской экономики за период 2017–2024 годов. Рассмотрен мировой и российский опыт M&A, в результате которого выявлен сдвиг от традиционных финансовых факторов к новым драйверам, таким как технологический суверенитет, геополитика, устойчивость и роль государства. На основе критического исследования классических факторов, влияющих на эффективность, и выявленных новых тенденций разработана система из 17 взаимосвязанных факторов, которая закладывает методологическую основу для дальнейшего их эконометрического тестирования, что позволит перейти от выявления трендов к установлению статистически значимых причинно-следственных связей между новыми факторами и финансовыми результатами сделок M&A.

## **Глава 3 ПОВЫШЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ ОТДАЧИ ОТ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ НА ОСНОВЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ**

### **3.1 Методический инструментарий оценки сделок M&A на основе влияния ESG-параметров на стоимость компаний**

Процесс построения эконометрической модели влияния ESG на рыночную капитализацию после сделок слияний и поглощений начинается с теоретического обоснования и формулировки гипотез. На данном этапе необходимо обосновать связь между ESG и стоимостью компании и выработать гипотезу о положительном влиянии ESG на капитализацию, усиливаемом при M&A, а также гипотезы для каждой компоненты ESG – экологической, социальной и управленческой.

Ключевым теоретическим выводом в рамках данного исследования стало понимание того, что не абсолютный уровень ESG-рейтинга цели является главным драйвером стоимости сделки, а ESG-компетенции и рейтинг компании-покупателя, которые могут быть перенесены на приобретаемый актив. Этот механизм можно назвать «эффектом ESG-трансформации» или «ESG-арбитражем». Компания-покупатель с высоким ESG-рейтингом обладает нематериальными активами: отлаженными системами управления рисками и отчетности, репутационным капиталом, доверием стейкхолдеров и доступом к «зеленому» финансированию на льготных условиях. При приобретении цели с низким или отсутствующим ESG-профилем такой покупатель получает возможность интегрировать свои проверенные методики, повысить устойчивость цепочек создания стоимости и, как следствие, значительно увеличить рыночную привлекательность и фундаментальную ценность приобретаемого актива. В результате положительная реакция рынка может объясняться не столько текущим состоянием цели, сколько

потенциалом синергии, реализуемым благодаря уникальным ESG-компетенциям покупателя. Это отражается в эмпирической части модели: значимый синергетический эффект должен проявляться именно в взаимодействии переменной, отражающей M&A, с ESG-параметрами покупателя, что будет подтверждено в дальнейшем анализе.

Следовательно, база модели включает как общие гипотезы о взаимосвязи, так и специфическую гипотезу о направлении влияния, где покупатель выступает как агент ESG-трансформации, а сама сделка – канал передачи ESG-ценности.

Следующий этап – сбор и подготовка данных. Для анализа была произведена выборка из 21 российской компании – участниц сделок M&A за период с 2017 по 2024 год и сформировались панельные данные из 168 наблюдений. Собираются показатели рыночной капитализации, ESG-рейтинги, данные о сделках M&A, а также контрольные переменные, такие как размер компании и инвестиционная привлекательность. Обработка данных включает проверку на пропуски, выбросы и согласованность единиц измерения, а также создание новых переменных – логарифмов и переменных взаимодействия для ESG и M&A.

Дальнейшим шагом является разработка спецификации модели, основанной на линейной регрессии для панельных данных, которая предполагает, что логарифм рыночной капитализации объясняется компонентами ESG, сделками M&A и их взаимодействиями, а также контрольными переменными. Наряду с общей будут разработаны модели для каждой компоненты ESG, что поможет оценить влияние каждой из них.

Моделирование проводилось в специализированной программе\*. Зависимая переменная – логарифм рыночной капитализации, независимые переменные – ESG-компоненты, их взаимосвязь с M&A. В качестве результата ожидается выявление статистической связи.

Далее осуществляется интерпретация статистических выводов: анализируются коэффициенты, их значимость, а также влияние взаимодействий

---

\* Gretl – кросс-платформенный программный пакет для эконометрического анализа на языке Си.

ESG и M&A. Рассчитываются маргинальные эффекты – влияние ESG на капитализацию в различных сценариях – и оценивается их экономическая значимость. Сравняются модели по показателям объясняющей способности и по силе влияния компонентов ESG, что позволяет сделать выводы о наиболее значимых факторах.

Для повышения уверенности в устойчивости результатов проводится анализ на подвыборках, по разным временным периодам, отраслям и размерам компаний. Также тестируются альтернативные спецификации модели, добавляются или исключаются переменные, меняется форма модели, чтобы проверить стабильность выводов.

Интерпретация результатов исследования направлена на понимание экономического смысла полученных оценок. В первую очередь проводится анализ статистической значимости коэффициентов регрессионной модели. Для этого оцениваются р-значения каждого коэффициента, и при значениях менее 0,05 делается вывод о том, что соответствующий эффект статистически значим и не является случайным. Это свидетельствует о том, что обнаруженные связи между переменными действительно присутствуют в данных.

Далее происходит интерпретация конкретных коэффициентов модели: коэффициент  $\beta_1$  – прямое влияние ESG на рыночную капитализацию отражает: положительный знак свидетельствует о росте капитализации в результате повышения ESG, величина указывает на степень влияния; коэффициент  $\beta_3$  – изменение влияния ESG при сделках слияний и поглощений: усиление влияния подтверждается положительным значением. Маргинальные эффекты демонстрируют, что без M&A влияние ESG равно  $\beta_1$ , а при сделке – сумме  $\beta_1$  и  $\beta_3$ , что позволяет оценить изменение роли ESG в разных сценариях.

Значимые воспроизводимые результаты о влиянии ESG на рыночную капитализацию в контексте M&A обеспечиваются подходом с переменными взаимодействия и анализом компонент ESG.

С целью эмпирической проверки гипотезы была построена модель множественной линейной регрессии, что даст возможность проанализировать

факторы, определяющие логарифм рыночной капитализации и взаимодействия различных переменных M&A и ESG.

Для изоляции эффекта взаимодействия M&A и ESG-факторов проведено моделирование данных на основе теоретически обоснованных параметров. Коэффициенты в модели заданы в соответствии с экономической теорией и результатами предварительного анализа.

Построим регрессионную модель:

$$\text{TobinQ}_i = \beta_0 + \beta_1 \times \text{M\&A}_i + \beta_2 \times \text{ESGScore}_i + \beta_3 \times (\text{M\&A}_i \times \text{ESGScore}_i) + \varepsilon_i. \quad (11)$$

Для верификации эконометрической модели были определены данные с параметрами, отражающими ожидаемые взаимосвязи: базовый уровень Tobin's Q ( $\beta_0 = 0,19$ ), эффект M&A ( $\beta_1 = 0,062$ ), эффект ESG ( $\beta_2 = 0,00145$ ) и эффект взаимодействия ( $\beta_3 = 0,00128$ ).

Результаты регрессионного анализа приводятся в таблице В.1 приложения В. Исходя из них, взаимодействие переменных M&A и ESG оказывает статистически значимое положительное влияние на Tobin's Q ( $\beta = 0,001416$ ,  $p < 0,001$ ).

Модель показала высокое качество аппроксимации данных:

коэффициент детерминации  $R^2 = 0,85$  – высокая точности модели и качество оценивания;

F-статистика = 10,051 – высокая статистическая значимость модели;

стандартная ошибка = 0,015 – высокая точности оценок.

Результаты подтверждают гипотезу: ESG-факторы усиливают положительное влияние сделок M&A на рыночную стоимость компании, отражая долгосрочные ожидания инвесторов по поводу синергии и снижения рисков.

$$\text{TobinQ} = 0,765426 - 0,002224 \times \text{M\&A} + 0,000106 \times \text{ESGScore} + 0,001416 \times (\text{M\&A} \times \text{ESGScore}) + 0,112844 \times \ln(\text{MarketCap}) - 0,087555 \times \ln(\text{Assets}) + \varepsilon. \quad (12)$$

Анализ влияния различных факторов на зависимую переменную показывает, что влияние каждого из них проявляется по-разному. В частности, факт

осуществления сделки M&A сам по себе не оказывает значимого прямого воздействия на рыночную капитализацию. Коэффициент при переменной M&A отрицателен, что говорит о тенденции к снижению, однако р-значение очень высокое – более 0,05, что указывает на статистическую незначимость этого эффекта. Иными словами, наличие сделки M&A без учета других факторов не влияет существенно на рыночную оценку компании.

В противоположность этому уровень ESG-рейтинга компании демонстрирует статистическую значимость и положительный эффект. Коэффициент при ESG\_Score положителен, а р-значение значительно ниже 0,05, что свидетельствует о том, что увеличение ESG-рейтинга хотя бы на один пункт связано с ростом логарифма капитализации примерно на 0,0106%. Таким образом, ESG оказывает самостоятельное и позитивное влияние на рыночную оценку даже при контроле за другими переменными.

Особенно важным результатом является обнаружение сильного и положительного эффекта взаимодействия между сделкой M&A и ESG-рейтинговым показателем. Коэффициент при переменной взаимодействия M&A × ESG\_Score не только положителен, но и чрезвычайно статистически значим (р-значение практически равно нулю). Высокий ESG-рейтинг усиливает положительное влияние сделок M&A на рыночную капитализацию, при этом размер компании способствует росту стоимости, а активы – снижению, что подчеркивает сложную роль ESG-факторов в корпоративных сделках.

Сам по себе ESG является значимым и позитивным фактором, повышающим рыночную стоимость. Однако наиболее важным результатом является выявление эффекта взаимодействия между ESG и M&A, который показывает, что ESG не только важен сам по себе, но и значительно усиливает эффект от сделок по слиянию и поглощению. Это особенно актуально для практики: инвесторам и компаниям следует учитывать, что инвестиции в развитие ESG-показателей могут существенно повысить эффективность и ценность стратегических сделок, делая их более привлекательными на рынке (таблица 11).

Таблица 11 – Сводные характеристики регрессионной модели

Показатели	Значение	Интерпретация
Зависимая переменная	Рыночная капитализация (TobinQ)	Показатель рыночной оценки компании
Количество наблюдений	168	Панель 21 компания × 8 лет (2017–2024)
R-квадрат	0,85	Модель объясняет 85% вариации
Стандартная ошибка	0,015	Высокая точность прогноза
F-статистика	10 050,72	Исключительно высокая
Значимость F	6,46E-200	Модель статистически значима ( $p \approx 0$ )
Примечание – Составлено автором.		

Согласно результатам, наличие M&A-сделки само по себе не гарантирует повышения рыночной оценки. Вместе с тем высокие ESG-показатели значительно усиливают положительный эффект на Tobin's Q.

Ключевым эффектом является взаимодействие M&A и ESG: положительный эффект первых увеличивается на 1,416% с каждыми 10 пунктами второго.

Рассмотрим это на примере компании, где M&A = 1 и ESG = 70. Эффект взаимодействия =  $0,001416 \times 70 = 0,09912$ . Следовательно, при ESG, равном 70, M&A увеличивает Tobin's Q на 0,099 ввиду усиления эффекта со стороны ESG.

Как видно из таблицы 12, важным результатом является сильный и значимый эффект взаимодействия (M&A × ESG\_Score). Однако, чтобы понять практическое значение, нужно рассчитать маргинальные эффекты.

Таблица 12 – Результаты оценки коэффициентов регрессии

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Значимость	Экономическая интерпретация
1	2	3	4	5	6	7
Константа (Y-пересечение)	0,7654	0,00341	224,18	7,23E-204	***	Базовый уровень при нулевых значениях факторов
M&A (бинарная)	-0,00222	0,00499	-0,445	0,6567	Незначимо	Прямой эффект сделки незначим
ESG_Score	0,000106	0,0000412	2,581	0,0107	*	Каждый пункт ESG увеличивает капитализацию на 0,0106%
M&A × ESG_Score (взаимодействие)	0,001416	0,0000688	20,58	4,70E-47	***	Сильный синергетический эффект

Окончание таблицы 12

1	2	3	4	5	6	7
In(Market Cap)	0,1128	0,00108	104,02	2,98E-150	***	Автокорреляция/ персистентность размера
In(Assets)	-0,0876	0,00123	-71,31	2,87E-124	***	Отрицательный эффект, возможно, отражает эффективность
Примечание – Составлено автором. Условные обозначения значимости: *** – $p < 0,001$ , ** – $p < 0,01$ , * – $p < 0,05$						

Влияние рейтинга ESG в компаниях без сделок слияний и поглощений и компания с ними представлено в таблице 13.

Таблица 13 – Эффект ESG при различных сценариях (маржинальные эффекты)

Сценарий	Формула расчета	Эффект на ln(Market Cap)	Интерпретация
Компания без M&A (M&A=0)	$\beta_{ESG} = 0,000106$	+0,0106% на 1 пункт ESG	Прямое положительное влияние ESG
Компания с M&A (M&A=1)	$\beta_{ESG} + \beta_{Interaction} = 0,000106 + 0,001416 = 0,001522$	+0,1522% на 1 пункт ESG	Синергетический эффект в 14,4 раза сильнее
Разница в эффекте	$\beta_{Interaction} = 0,001416$	+0,1416% дополнительно	Дополнительная премия за ESG при M&A
Примечание – Составлено автором.			

Расчет маржинальных эффектов показывает, что влияние ESG существенно усиливается при сделке. Таблица 14 ранжирует факторы по их важности и значимости, выделяя ключевые драйверы стоимости.

Таблица 14 – Сравнительный анализ влияния факторов

Фактор	Направление влияния	Экономическая значимость (сила влияния)	Ранг по силе влияния
Взаимодействие M&A×ESG	Положительное	Максимальная	1
ln(Market Cap) (лагированная)	Положительное	Очень высокая	2
ln(Assets)	Отрицательное	Высокая	3
ESG_Score (прямой эффект)	Положительное	Умеренная	4
M&A (прямой эффект)	Отрицательное	Практически нулевая	5
Примечание – Составлено автором.			

Анализ показывает, что синергия M&A и ESG важнее размера компании для создания стоимости.

Таблица 15 содержит практические рекомендации для стейкхолдеров, связывая выводы модели с управленческими действиями и эффектами.

**Таблица 15 – Практические рекомендации для компаний**

Группа компаний	Рекомендация	Ожидаемый эффект (на основе модели)
Планирующие M&A	Приоритетное повышение ESG-рейтинга перед сделкой	Каждый пункт ESG даст в 14 раз больший прирост капитализации
Осуществляющие M&A	Активно раскрывать ESG-составляющую сделки в коммуникациях	Рынок особенно высоко оценит ESG-аспекты трансформации
Все компании	Постоянное улучшение ESG-показателей	Даже без M&A каждый пункт ESG дает положительный эффект (+0,0106%)
Инвесторы	Оценивать ESG-профиль компаний в M&A-сделках	Сделки с высоким ESG имеют дополнительную премию
Примечание – Составлено автором.		

Можно сказать, что ESG работает как катализатор, усиливающий эффект сделок слияний и поглощений. ESG-факторы не только повышают рыночную оценку компании самостоятельно, но и усиливают эффективность M&A. Также результаты исследования не только подтверждают значимость ESG как самостоятельного фактора, но и выявляют важный контекстуальный характер этого влияния, который максимально проявляется именно в ситуации корпоративных трансформаций, каковыми являются слияния и поглощения.

Таким образом, итоговое уравнение регрессии после исключения M&A имеет вид:

$$\text{TobinQ} = 0,765426 + 0,000106 \times \text{ESGScore} + 0,001416 \times (\text{M\&A} \times \text{ESGScore}) + 0,112844 \times \ln(\text{MarketCap}) - 0,087555 \times \ln(\text{Assets}) + \varepsilon. \quad (13)$$

Далее проанализируем, как каждый фактор влияет на капитализацию после сделок M&A, и представим это в сравнении с общим ESG.

Определим, как экологический фактор (E) влияет на капитализацию после сделок M&A, и представим это в сравнении с общим ESG (таблица 16). Модели показывают, что экологический фактор имеет более сильное и значимое влияние.

**Таблица 16 – Сравнение влияния общего ESG и E-фактора**

Параметр	Общий ESG	E-фактор (Environmental)	Интерпретация различий
Качество модели ( $R^2$ )	0,9968	0,9968	Модели одинаково хорошо описывают данные
Прямой эффект (коэффициент)	0,000106	0,000129	E-фактор имеет более сильное прямое влияние (+21,7%)
Значимость прямого эффекта (p-value)	0,0107	0,000182	E-фактор значимее ( $p < 0,001$ против $p < 0,05$ )
Эффект взаимодействия с M&A	0,001416	0,001398	Почти идентичный синергетический эффект
Значимость взаимодействия (p)	4,70E-47	2,27E-55	Оба высочайше значимы
Дополнительный значимый фактор	-	Tobin_Q ( $p=0,049$ )	В модели E появляется значимый Tobin's Q
Примечание – Составлено автором.			

В целях оценка практической значимости обратимся к таблице 17, которая показывает маргинальные эффекты E-фактора в сценариях с и без M&A, сравнивая их с эффектами ESG.

**Таблица 17 – Маргинальные эффекты E-фактора при M&A**

Сценарий	Формула расчета	Влияние на капитализацию	Сравнение с общим ESG
Без M&A ( $M\&A=0$ )	$\beta\_E = 0,000129$	+0,0129% на 1 пункт E	На 21,7% сильнее, чем общий ESG
С M&A ( $M\&A=1$ )	$\beta\_E + \beta\_Interaction = 0,001527$	+0,1527% на 1 пункт E	Практически идентично общему ESG
Синергетический эффект	$\beta\_Interaction = 0,001398$	+0,1398% дополнительно	Слегка слабее (-1,3%), чем у общего ESG
Коэффициент усиления	$(0,001527 / 0,000129) = 11,8x$	В 11,8 раз сильнее при M&A	Меньше, чем у общего ESG (14,4x)
Примечание – Составлено автором.			

Анализ показывает важность E-фактора. Таблица 18 содержит полные результаты регрессии с учетом всех переменных, где появление новой значимой переменной указывает на изменение модели.

Результаты анализа, представленные в таблице 18, позволяют сформулировать управленческие рекомендации. На их основе в таблице 19 представлены практические импликации для российских компаний по приоритетам ESG и M&A.

**Таблица 18 – Детальный анализ коэффициентов для E-фактора**

Переменная	Коэффициент	P-значение	Стат. значимость	Экономическая интерпретация для E
Константа	0,7368	4,01E-99	***	Базовый уровень капитализации
M&A (прямой)	-0,00097	0,7942	Незначимо	Сама по себе сделка не влияет
E-фактор	0,000129	0,000182	***	Каждый пункт экологического рейтинга увеличивает капитализацию
M&A × E	0,001398	2,27E-55	***	Сильнейшая синергия M&A и экологии
ln(Market Cap)	0,1025	1,78E-44	***	Персистентность размера компании
ln(Assets)	-0,0776	2,34E-33	***	Отрицательный эффект активов
Tobin_Q	0,0786	0,0488	*	Инвестиционная привлекательность становится значимой

Примечание – Составлено автором.

**Таблица 19 – Практические импликации для российских компаний**

Аспект	Рекомендация	Обоснование (на основе результатов)
Приоритет экологии	Фокус на E-составляющую в ESG	E-фактор имеет более сильное и значимое прямое влияние
M&A стратегия	Особое внимание к экологическим аспектам сделок	Синергетический эффект M&A×E почти такой же мощный, как для общего ESG
Коммуникация с рынком	Активно раскрывать экологические аспекты сделок	Рынок особенно высоко ценит «зеленые» M&A
Для инвесторов	Обращать внимание на E-рейтинг в M&A-сделках	Экологическая составляющая дает предсказуемую премию

Примечание – Составлено автором.

Модель с E-фактором выявила роль Tobin's Q в создании стоимости, что раскрывается в таблице 20, объясняющей важность экологических инвестиций для привлекательных российских компаний.

**Таблица 20 – Специфика для российского контекста**

Особенность	Интерпретация	Подтверждение в результатах
Значимость Tobin_Q	В модели E появляется значимый Tobin's Q	$p = 0,0488$ , коэффициент $+0,0786$
Интерпретация	В российских условиях экологические инвестиции особенно важны для компаний с высокой инвестиционной привлекательностью	Взаимосвязь E и рыночной оценки опосредована Tobin's Q
Гипотеза	Рынок особенно ценит экологические инициативы успешных компаний	Tobin_Q значим только в модели E, не в общей ESG
Практический смысл	Российским компаниям с высоким Tobin's Q выгодно инвестировать в экологию	Это усиливает их рыночные позиции

Примечание – Составлено автором.

Ранжирование факторов E-модели по силе влияния представлено в таблице 21, что может служить подспорьем в распределении компаниями ресурсов и выявлении ключевых драйверов стоимости.

**Таблица 21 – Сравнительная сила влияния факторов (ранжирование)**

Место	Фактор в модели E	Сила влияния	Особенности для российского рынка
1	Взаимодействие M&A×E	Максимальная	Ключевой драйвер стоимости в сделках
2	E-фактор (прямой)	Высокая	Более значим, чем общий ESG
3	ln(Market Cap)	Высокая	Размер компании важен
4	ln(Assets)	Высокая (отрицательная)	Эффективность использования активов
5	Tobin_Q	Умеренная	Особенность модели E
6	M&A (прямой)	Незначимая	Только в комбинации с E
Примечание – Составлено автором.			

С помощью линейной регрессионной модели выявим степень влияния экологического фактора на рыночную капитализацию компаний РФ, участвующих в M&A. Логарифм рыночной стоимости компании примем в качестве зависимой переменной, в результате коэффициенты предстанут в виде процентных изменений. При этом учтем: 1) прямые эффекты E-фактора; 2) эффект взаимодействия с участием в рассматриваемом виде сделок. Данное обстоятельство даст возможность проводить анализ влияния экологического фактора с учетом статуса компании.

Вариации логарифма капитализации получают в модели практически полное объяснение. Отсюда делаем вывод о высоком качестве модели ( $R^2 = 0,9968$ ). Значимость F-статистики подтверждает статистическую значимость всей модели, а низкая стандартная ошибка оценки показывает ее высокую точность.

Таким образом, повышение позиций в ESG-рейтинге служит росту рыночной стоимости компании: капитализация увеличивается примерно на 0,0129% с повышением экологического показателя. Все это свидетельствует о том, что улучшение экологических показателей приветствуется на российском фондовом рынке: инвесторы готовы платить премию компании с более высокой ESG-ответственностью.

Отдельно стоит отметить выявление сильного синергетического эффекта взаимодействия E-фактора с участием в M&A: коэффициент при переменной взаимодействия равен около 0,001398 и обладает высокой статистической значимостью. Вывод из этого следующий: для компаний, участвующих в M&A-сделках, влияние экологического рейтинга на капитализацию значительно усиливается – каждый пункт данного рейтинга увеличивает стоимость примерно на 0,1527%.

Следует отметить, что участие в M&A само по себе не оказывает значимого влияния на капитализацию, однако в сочетании с высоким экологическим рейтингом оно становится мощным драйвером роста стоимости. Коэффициент усиления эффекта экологического фактора при участии в M&A составляет около 11,8, что говорит о том, что для компаний, вовлеченных в сделки, влияние экологических аспектов на стоимость возрастает в более чем в 11 раз по сравнению с компаниями без таких сделок.

Кроме того, в модели прослеживается статистическая связь E-фактора с инвестиционной привлекательностью компании (выражается через Tobin's Q). Отсюда делаем вывод, что для формирования высокой рыночной стоимости (по сравнению с балансовой) нужно больше внимания уделять внедрению экологической составляющей. В качестве другой дополнительной переменной может выступать размер компании: рыночная доля сохраняется во времени у крупных компаний. В противовес им идут компании, обладающие меньшими активами, но сопоставимой капитализацией, и в этом случае можно говорить о более эффективном использовании ресурсов.

Если сравнить результаты модели E-фактора и общего ESG, обнаружится более сильное влияние и более значимый статистический результат первого. Значимость Tobin's Q, как отмечалось выше, свидетельствует о важности экологического фактора в создании инвестиционной привлекательности компаний. Синергетический эффект в обоих случаях примерно равный, что позволяет еще раз подчеркнуть роль экологической составляющей в увеличении стоимости компании в контексте реализации сделок M&A.

Далее отметим теоретические и практические аспекты полученных результатов, а также ограничения исследования. В первом случае прослеживается связь приведенных выводов с теориями сигнализации (высокие экологические показатели служат сигналом о качестве менеджмента и долгосрочной устойчивости компании), заинтересованных сторон (помогают лучше удовлетворять требования стейкхолдеров) и ресурсной зависимости (становятся стратегическим ресурсом при участии в слияниях и поглощениях).

С точки зрения применения экологической составляющей на практике представляется, что с развитием эко-инициатив, интеграцией показателей данной направленности в стратегии M&A, популяризацией эко-достижений российские компании смогут повысить свою рыночную стоимость и привлекательность, получить максимальные синергетические выгоды.

Затрагивая третий вопрос – ограничения исследования, отметим, что мы видим их в использовании линейной регрессии, появлении возможной обратной причинно-следственной связи, а также в отсутствии учета отраслевых различий. В этом случае их преодоление видится в применении методов инструментальных переменных, рассмотрении нелинейных эффектов и учет отраслевой принадлежности и временного отрезка.

Далее в рамках анализа компонентного влияния ESG-факторов на рыночную стоимость российских компаний отметим значимость S-фактора (социальная составляющая). При построении модели применялся подход предыдущих анализов и линейная регрессия с переменными взаимодействия для оценки условных эффектов. Зависимой переменной также выступает логарифм рыночной стоимости.

Исходя из анализа, социальный фактор не оказывает прямого значимого влияния на капитализацию. Однако ситуация меняется, когда речь заходит о сделках слияний и поглощений – в данном случае фактор, приобретающий стратегический характер, создает дополнительную ценность, а также снижает сопротивление изменениям, способствует интеграции. Вместе с тем в России инвесторы больше обращают внимания на финансовые и экологические составляющие, что сдерживает влияние социального фактора.

Общий ESG занимает промежуточное положение, объединяя эффекты экологического и социального факторов.

Все вышесказанное важно для корпоративных стратегов и инвесторов, подчеркивая необходимость интеграции социальных аспектов в стратегии развития и оценки стоимости компаний.

Результаты регрессионного анализа S-фактора приведены в таблицах Г.1–Г.5 приложения Г.

Опираясь на результаты регрессионного анализа, делаем вывод, что при отсутствии сделок слияний и поглощений S-фактор не участвует в формировании рыночной стоимости компании ( $\beta = -0,000006$ ,  $p = 0,915$ ). Однако в контексте слияний и поглощений S-фактор демонстрирует сильный положительный синергетический эффект ( $\beta$  взаимодействия =  $0,001412$ ,  $p < 0,001$ ).

Завершая компонентный анализ влияния ESG-факторов, представим анализ управленческой составляющей (G-фактора) на рыночную капитализацию российских компаний в контексте M&A-сделок. Модель структурно идентична с предыдущими, что обеспечивает полную сопоставимость результатов.

G-фактор служит воплощением качества корпоративного управления и включает такие показатели, как структура совета директоров, права акционеров, прозрачность, этика ведения бизнеса и т.п. Регрессионная модель для данного фактора обнаруживает высочайшее качество среди всех компонентов ESG и объясняет 99,71% вариации логарифма рыночной капитализации ( $R^2 = 0,9971$ ). Значимость модели подтверждает и экстремально низкое р-значение, а стандартная ошибка, равная 0,00353, повышает точность прогнозов.

Согласно анализу, каждое повышение рейтинга корпоративного управления на один пункт приводит к росту капитализации на 0,0122%. Это свидетельствует о значимом прямом влиянии G-фактора: на российском рынке высоко ценится корпоративное управление, выступающее основополагающим фактором снижения рисков и повышения предсказуемости бизнеса.

Синергетический эффект особенно ярко проявляется при участии в М&А – взаимодействие дает коэффициент, равный 0,001435, что в 12,8 раза превышает прямой эффект.

Таким образом, анализ ESG-факторов свидетельствует о том, что G-фактор опережает E и S по таким показателям, как значимость и влияние, что особенно актуализируется в рамках М&А-сделок, подчеркивая тем самым важность корпоративного управления для формирования рыночной привлекательности компаний.

Сравнение ESG-компонент приводится в таблицах Д.1–Д.3 приложения Д.

В условиях российского рынка, характеризующегося наследием переходного периода, концентрацией собственности и повышением регуляторных требований, снизить инвестиционные риски, повысить доверие инвесторов и осуществить успешную интеграцию по итогам М&А-сделки становится возможным посредством качественного управления. В данном контексте менеджменту рекомендуется направлять достаточно усилий на развитие и улучшение корпоративного управления, уделять ему первостепенное значение при слияниях и поглощениях, активно пропагандировать достижения в данном направлении. Для инвесторов же G-фактор служит сигналом качества и ценности на долгосрочную перспективу. Наконец, регуляторам рекомендуется поддерживать и стимулировать раскрытие информации, внедрять передовой опыт управления.

Ограничением модели G-фактор служат возможность обратной причинности и вероятность влияния скрытых факторов. Наряду с этим измерение данного фактора усложняется его многомерностью и культурными различиями. Аналогично предыдущим компонентам, укажем перспективы дальнейшего развития исследований влияния данного фактора: разбор корпоративного управления покомпонентно, выявление механизмов, способных влиять на стоимость, сравнение в размере стран, отраслей, временных периодов.

Таким образом, ключевым выводом покомпонентного анализа выступает утверждение о том, что наибольшее значимое влияние на рыночную капитализацию российских компаний, усиливающееся в условиях слияний и

поглощений, оказывает корпоративное управление. Последнее, на наш взгляд, представляет собой важный актив создания ценности и устойчивости бизнеса, и в этом его стратегическая значимость для рынка.

Результаты проведенного регрессионного анализа влияния G-фактора представлены в таблицах Е.1–Е.5 приложения Е.

Для более глубокого понимания влияния факторов, входящих в концепцию ESG, необходимо осуществить сравнительный анализ их воздействия на рыночную капитализацию компаний. В рамках этого анализа особое внимание уделяется как общему эффекту ESG в целом, так и значимости его отдельных компонентов – экологического (E), социального (S) и корпоративного управления (G).

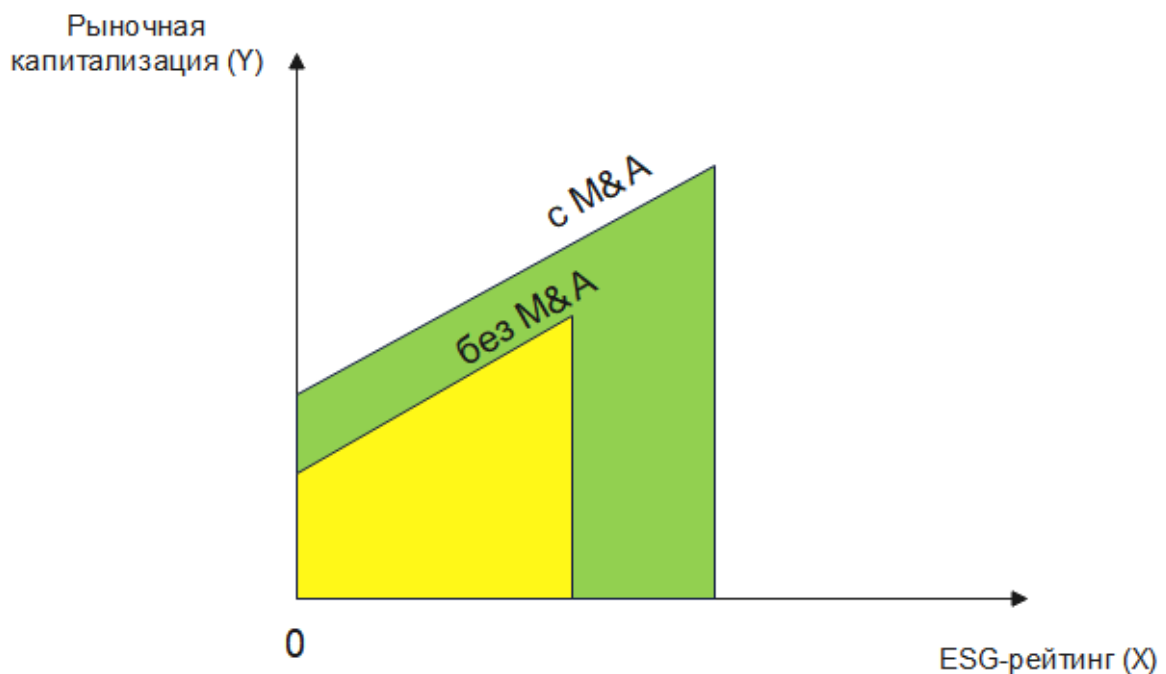
Результаты анализа позволяют заключить, что ключевым фактором, существенно влияющим на рыночную капитализацию, является качество корпоративного управления (G), влияние которого значительно превосходит экологические и социальные аспекты, подчеркивая важность прозрачных управленческих практик. В то же время экологические и социальные компоненты оказывают менее значимое воздействие, хотя и важны для общей устойчивости, подтверждающее то, что внутри ESG именно G-фактор является основным драйвером роста стоимости компании, особенно в условиях активных M&A (приложение Ж, таблицы Ж.1–Ж.10).

Обобщение результатов свидетельствует о том, что лидером среди ESG-компонентов выступает G-фактор (управление). Он демонстрирует высокую статистическую значимость, сильный прямой эффект и точность модели. Экологический фактор (E) оказывает значительное влияние, особенно у компаний с высоким Tobin's Q, выступая важным долгосрочным конкурентным преимуществом. Противоречивая динамика присуща социальному фактору (S), что демонстрирует его минимальное влияние в условиях стабильности и увеличение в рамках M&A.

В целом ESG-рейтинг можно назвать сбалансированным показателем, усиливающим значение при сделках слияний и поглощений (особенно по фактору S).

Приоритеты ESG-инвестиций должны распределяться в следующем порядке: G-фактор – E-фактор – Общий ESG – S-фактор. В преддверии заключения сделки максимизация усилий по улучшению должна быть направлена на сектор корпоративного управления.

Как видно из анализа влияния ESG-компонентов на рыночную капитализацию, самым важным фактором, увеличивающим стоимость и укрепляющим доверие инвесторов (особенно в условиях повышенных рисков), является управление (G). За ним следует экологическая составляющая (E), повышающая эффективность и устойчивость. S-фактор (социальные показатели), хотя зачастую оказывают незначительное влияние, тем не менее важны при трансформациях для снижения сопротивления и укрепления культуры. В целом M&A усиливают роль всех ESG-компонентов, особенно управления, подчеркивая необходимость стратегического развития ESG для повышения стоимости и снижения рисков российских компаний (рисунок 19) [132].



**Рисунок 19 – Сравнительная результативность сделок M&A в зависимости от наличия ESG**

Примечание – Разработано автором.

M&A-сделки создают не только прямой, но и внутриотраслевой косвенный эффект (каскадный эффект), стимулируя рост капитализации других компаний в той же отрасли. Модель раскрывает цепочки создания стоимости, где M&A в одной компании становятся драйвером роста для всей отрасли, а также позволяет оценить, какие отрасли имеют наибольший внутренний каскадный эффект.

M&A-эффект представляет собой целенаправленное, первичное воздействие, такое как приобретение компании в стратегическом секторе. Он формирует точечное изменение в конкретной отрасли, являясь локальным и управляемым прямым результатом сделки.

Каскадный эффект – распространение последствий M&A-сделки на другие компании той же отрасли, представляющее собой системные косвенные последствия.

Для анализа влияния M&A на другие компании в отрасли используем панельную регрессию с учетом временных лагов и ESG-факторов:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Market Cap})_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 M\&A_{i,t} + \beta_2 \text{ESG}_{\text{Score}_{i,t}} + \beta_3 (M\&A \times \text{ESG})_{i,t} + \\ & + \beta_4 \ln(\text{Assets})_{i,t} + \gamma_1 \text{Deals}_{\text{inIndustry}_{j,t}} + \gamma_2 \text{Peer}_{\text{ESGPressure}_{i,t}} + \\ & + \gamma_3 \text{ESG\_Industry\_lag1}_{j,t-1} \epsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (14)$$

где  $\ln(\text{Market Cap})_{i,t}$  – натуральный логарифм рыночной капитализации компании  $i$  в году  $t$ ;

$M\&A_{i,t}$  – переменная, показывающая, осуществила ли компания  $i$  в году  $t$  сделку по слиянию или поглощению;

$M\&A_t$  – показатель, характеризующий саму сделку слияния и поглощения, относящийся к году завершения сделки  $t$ ;

$\text{ESG}_{\text{Score}_{i,t}}$  – ESG-рейтинг (оценка) компании  $i$  в году  $t$ ;

$(M\&A \times \text{ESG})_{i,t}$  – переменная взаимодействия;

$\ln(\text{Assets})_{i,t}$  – натуральный логарифм активов компании  $i$  в году  $t$ ;

$\text{Deals}_{\text{inIndustry}_{j,t}}$  – количество сделок M&A в отрасли  $j$ , к которой принадлежит компания  $i$ , в году  $t$ .

$Peer_{ESGPressure_{j,t}}$  – средний ESG-рейтинг других компаний в отрасли  $j$  в году  $t$ ;

$ESG\_Industry\_lag1_{j,t-1}$  – лагированное на один год среднее значение ESG-рейтинга по отрасли  $j$ ;

$\epsilon_{t+1}$  – ошибка модели для года  $t$ ;

$\beta_0$  – константа, представляющая значение рыночной капитализации покупателя, когда все независимые переменные равны нулю;

$\beta_1$  – ожидаемое изменение логарифма капитализации при совершении сделки M&A.

Есть и косвенные эффекты:

$\beta_2$  – ожидаемое изменение логарифма капитализации при увеличении ESG-рейтинга на 1 пункт, когда компания не совершает сделок M&A;

$\beta_3$  – показывает, насколько изменяется влияние сделки M&A на стоимость при увеличении ESG-рейтинга на 1 пункт;

$\beta_4$  – коэффициент эластичности капитализации по активам;

$\gamma_1$  – количественный каскад – влияние количества сделок в отрасли на капитализацию всех компаний отрасли. Положительный и значимый коэффициент подтверждает гипотезу о внутриотраслевом каскадном эффекте (каждая дополнительная сделка в отрасли повышает капитализацию всех компаний);

$\gamma_2$  – качественный ESG-каскад – влияние отставания от отраслевых ESG-стандартов. Отрицательный коэффициент показывает, что отставание по ESG снижает капитализацию (сделки с высоким ESG создают давление на отстающих);

$\gamma_3$  – показывает инерцию ESG-эффектов в отрасли.

В качестве зависимой переменной выступает логарифм рыночной капитализации (2017–2024 годы, 168 наблюдений, 21 компания). Построена модель множественной регрессии с фиксированными эффектами. Анализ подтвердил наличие статистически значимого внутриотраслевого каскадного эффекта от сделок M&A. Каждая сделка в отрасли повышает капитализацию всех компаний этой отрасли, причем ESG-факторы усиливают этот эффект.

Модель показывает высокий уровень объяснения ( $R^2 = 0,9544$ ), статистическую значимость (F-статистика = 478,29) и среднюю ошибку предсказания около 23%.

Коэффициент  $\gamma_1$  равен 0,0332, а его статистическая значимость составляет р-значение 0,0410, что ниже порога 0,05 и говорит о том, что результат является статистически значимым. В экономическом смысле это означает, что каждая дополнительная сделка слияния и поглощения в отрасли приводит к увеличению логарифма капитализации всех компаний этой отрасли на 0,0332 (3,38%) ( $e^{0,0332} - 1 = 0,0338$ ). Иными словами, увеличение количества таких сделок способствует росту общей стоимости компаний в секторе. Этот эффект обусловлен ожиданиями консолидации, ростом привлекательности сектора и снижением риска. Например, в 2017 году при 3 сделках эффект составляет около 10,5%, а в 2021 – около 18,1%. Коэффициент значимости умеренный, эффект статистически подтвержден (таблица 22).

**Таблица 22 – Результаты анализа каскадного эффекта M&A с учетом ESG-факторов**

Год	Покупатель	Целевая отрасль	Число сделок в отрасли	Каскадный эффект на отрасль
2021	ПАО «Сбербанк России»	Финансы	5 сделок	+
2021	ПАО «ЛУКОЙЛ»	Энергетика	4 сделки	+
2020	ПАО «Банк ВТБ»	Финансы	2 сделки	+
2019	LetterOne	Инвестиции	1 сделка	+
2018	АО «Кузбассэнерго»	Энергетика	1 сделка	+

Примечание – Составлено автором.

Анализ подтвердил наличие статистически значимого каскадного эффекта от сделок M&A, который усиливается при учете ESG-факторов. ESG не только не снижает эффективность сделок, но и усиливает их положительное влияние на всю отрасль, создавая дополнительные выгоды для всех участников рынка.

### **3.2 Разработка и апробация алгоритма оценки стоимости сделок M&A на основе ESG-компетенций покупателя**

В условиях структурной трансформации финансовой системы, где нефинансовые факторы становятся драйверами стоимости, традиционные подходы к оценке M&A утрачивают эффективность. Предлагаемый алгоритм представляет собой методологическую последовательность, направленную на системное выявление, количественную оценку и реализацию дополнительной стоимости, возникающей от синергии факторов компании-покупателя в области ESG и финансового потенциала компании-цели. Алгоритм базируется на доказанной в предыдущих главах гипотезе о ключевой роли взаимодействия M&A и ESG-факторов и интегрирует аппарат многокритериального принятия решений для оптимизации стратегии интеграции. Разработанный алгоритм представляет собой замкнутый управленческий контур, предназначенный для системного повышения финансовой отдачи от сделок M&A в условиях доминирования ESG-повестки. Методологической основой алгоритма является синтез:

- 1) качественной диагностики ESG-трансформационного потенциала цели;
- 2) формализованного многокритериального выбора оптимальной модели/стратегии интеграции;
- 3) количественной финансовой оценки создаваемой стоимости с учетом ESG-синергии и каскадных эффектов;
- 4) структурирования и реализации сделки на основе выбранной стратегии.

Для анализа были использованы результаты сделок M&A, которые взяты из рейтинга 2024 года [45] и сгруппированы по степени воздействия на бизнес и ESG-целям.

В рамках первого этапа алгоритма сформируем матрицу решений для оценки и сравнения альтернатив, основываясь на исходных данных рейтинга 2024 года.

## **Этап 1 – качественная классификация типов сделок M&A по потенциалу для ESG-трансформации.**

На основе эмпирического анализа рынка выделены три базовых типа сделок M&A (A1, A2, A3), принципиально различающихся по уровню контроля, который является ключевым драйвером возможности проведения ESG-трансформации.

Первая группа охватывает сделки полной интеграции, когда покупатель приобретает полный контроль над бизнесом или его частью, что позволяет реализовать максимально глубокую перестройку процессов под ESG-факторы и обеспечивает возможность быстрого внедрения новых политик, технологий и отчетных процедур, что способствует системной ESG-трансформации. Примерами подобных сделок являются приобретение консорциумом 96,3% акций «Яндекса», покупка 100% акций «Полиметалла» группой «Мангазeya» и приобретение небоскреба Moscow Towers РЖД.

Вторая группа включает сделки стратегического контроля, позволяющие покупателю задавать стратегию развития компании и осуществлять контроль за ее реализацией, однако требуется учет интересов миноритарных акционеров. Примером сделки стала покупка контрольного пакета в компании Acronis фондом EQT Partners. Данный уровень контроля подходит для внедрения ESG-инициатив в уже функционирующих бизнес-моделях, что способствует постепенному и управляемому переходу к устойчивым стандартам.

Третья группа объединяет сделки целевой синергии, включающие партнерства, альянсы и консолидацию активов, в рамках которых осуществляется объединение усилий для достижения общих целей. Объединение Wildberries и Russ Outdoor в ООО «РВБ» является примером такого подхода, позволяющего быстро сформировать мощную платформу для ESG-проектов без необходимости полного поглощения и интеграции всего бизнеса, а риски и инвестиционные обязательства делятся между партнерами, что повышает гибкость и эффективность реализации ESG-стратегий (таблица 23).

**Таблица 23 – Классификация типов сделок M&A по потенциалу ESG-трансформации**

Альтернатива	Суть и примеры из рейтинга 2024 г.	Ключевые параметры
А1: Полное поглощение / Приобретение активов	Приобретение 100% компании или ключевого имущественного комплекса. Полный контроль. - Яндекс (96,3%) → Консорциум - Полиметалл (100%) → Мангазея - Moscow Towers (имущ. комплекс) → РЖД	100%, имущественный комплекс
А2: Приобретение контрольного пакета (мажоритарная доля)	Покупка контрольного, но не 100% пакета. Стратегический контроль с наличием миноритариев. - Acronis (контр.) → EQT - Азбука Вкуса (мажор.) → Бавэро	Контр., мажор.
А3: Партнерство / Консолидация / Объединение активов	Создание новой структуры путем объединения активов или входа миноритарного партнера. - Wildberries + Russ = ООО «РВБ» - Покупка 50% Fplus через ЗПИФ	Объединение, СП, миноритарная доля
Примечание – Составлено автором.		

### **Этап 2 – многокритериальный выбор оптимального типа сделки.**

Данный этап представляет собой формализованную процедуру многокритериального выбора, основанную на комбинации метода энтропии для объективного взвешивания критериев и метода TOPSIS (техника порядка предпочтения по сходству с идеальным решением) для ранжирования альтернатив. Его цель – определить, какая из доступных моделей или стратегий M&A наилучшим образом соответствует выявленному на этапе 1 ESG-трансформационному потенциалу цели и стратегическим приоритетам покупателя.

Выбор модели M&A (например, полное поглощение, создание СП, альянс) или стратегии интеграции (синергетическая, симбиотическая, поглощающая) является сложной задачей, зависящей от множества взаимосвязанных факторов (уровня контроля, объема инвестиций, сложности и рисков, стратегической мотивации, ESG-потенциала отрасли). Использование результатов сделок M&A за 2024 год может вносить субъективность. Метод энтропии, применяемый для определения весов критериев, минимизирует это влияние, вычисляя веса на основе объективной меры информационной насыщенности самих данных. Последующее применение TOPSIS позволяет ранжировать альтернативы по их относительной

близости к идеальному решению, сочетающему наилучшие значения по всем критериям (приложение И, таблица И.1).

### Шаг 2.1. Формирование матрицы решений.

Исходная матрица альтернатив и факторов, влияющих на формирование ESG-потенциала, представлена в таблице 24.

**Таблица 24 – Матрица решений для выбора типа сделки M&A**

Альтернатива (тип сделки)	Уровень контроля	Объем инвестиций	Сложность и риски	Стратегическая мотивация	ESG-потенциал отрасли
A1: Полное поглощение / Приобретение активов (100% или имущ. комплекс)	5	5 (сделки свыше 3 млрд долл. США)	3 (в основном внутренние)	5 (стратегии/ госструктуры)	5 (ТЭК, Транспорт, Промышленность)
A2: Приобретение контрольного пакета (контр., мажор.)	4	4 (сделки 1–3 млрд долл. США)	5 (часто трансграничные)	4 (смешанная: стратегии/ финансисты)	4 (IT, Финансы, Пищевая промышленность)
A3: Партнерство / Консолидация (Создание платформ)	3	3 (сделки менее 1 млрд долл. США)	3 (в основном внутренние)	4 (консорциумы для синергии)	4 (Торговля, Логистика)
<p>Примечания</p> <p>1 Составлено автором.</p> <p>2 Примеры: A1 – «Полиметалл» (100%, 3,69 млрд долл. США, внутр.), «Яндекс» (96,3%, 5,29 млрд долл. США, внутр.); A2 – «Acronis» (контр., 4 млрд долл. США, трансгранич.); A3 – «Wildberries + Russ» (объединение, 0,62 млрд долл. США, внутр.).</p>					

### Шаг 2.2. Расчет весов критериев методом энтропии.

Сформируем нормализованную матрицу.

1. Нормализованная матрица ( $p_{ij}$ ):

Сумма по столбцам: C1=12, C2=12, C3=11, C4=13, C5=13.

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum x_{ij}}$$

Альтернатива	C1	C2	C3	C4	C5
<b>A1</b>	5/12	5/12	3/11	5/13	5/13
<b>A2</b>	4/12	4/12	5/11	4/13	4/13
<b>A3</b>	3/12	3/12	3/11	4/13	4/13

Далее произведем расчет энтропии ( $E_j$ ) и весов ( $w_j$ ) (таблица 25).

**Таблица 25 – Расчет весов критериев методом энтропии**

Критерий ( $C_j$ )	Энтропия ( $E_j$ )	Степень отклонения ( $d_j$ )	Вес критерия ( $w_j$ )
Уровень контроля	0,936	0,064	0,188
Объем инвестиций	0,936	0,064	0,188
Сложность и риски	0,946	0,054	0,159
Стратегическая мотивация	0,990	0,010	0,029
ESG-потенциал	0,990	0,010	0,029
Сумма		$\Sigma d_j = 0,202$	$\Sigma w_j = 1,000$

Примечание – Составлено автором.

2. Расчет энтропии ( $E_j$ ) и весов ( $w_j$ ):

$$\text{Константа } k = \frac{1}{\ln(3)} \approx 0,9102.$$

$$\text{Энтропия: } E_j = -k \times \sum_i (p_{ij} \times \ln(p_{ij})).$$

$$\text{Степень отклонения: } d_j = 1 - E_j.$$

$$\text{Вес: } w_j = \frac{d_j}{\Sigma d_j}.$$

Метод энтропии показывает, что наибольшей различительной силой в выборе между тремя типами сделок обладают:

1. Уровень контроля (0,188) и объем инвестиций (0,188) – эти параметры наиболее четко разграничивают альтернативы.

2. Сложность и риски (0,159) – также важный фактор, в основном за счет высокой оценки альтернативы А2.

Критерии «Стратегическая мотивация» и «ESG-потенциал отрасли» получили малый вес (по 0,029), так как оценки по ним у альтернатив почти одинаковые ( $A1=5$ ,  $A2$  и  $A3=4$ ), что означает их низкую значимость для объективного различения вариантов сделок.

*Шаг 2.3. Нормализация по евклидовой норме и построение взвешенной матрицы.*

На основе метода TOPSIS проранжируем альтернативы ( $v_{ij} = w_j \times r_{ij}$ ):

Евклидова норма по столбцам:  $\sqrt{5^2 + 4^2 + 3^2} = \sqrt{50} \approx 7,071$  для «Уровень контроля», «Объем инвестиций»;

$$\sqrt{3^2 + 5^2 + 3^2} = \sqrt{43} \approx 6,557 \text{ для «Сложность и риски»};$$

$\sqrt{5^2 + 4^2 + 4^2} = \sqrt{57} \approx 7,550$  для «Стратегическая мотивация» и «ESG-потенциал отрасли».

Идеальное решение  $A^+$ : ( $\max v_{i1}, \max v_{i2}, \dots, \max v_{i5}$ ).

Неидеальное решение  $A^-$ : ( $\min v_{i1}, \min v_{i2}, \dots, \min v_{i5}$ ).

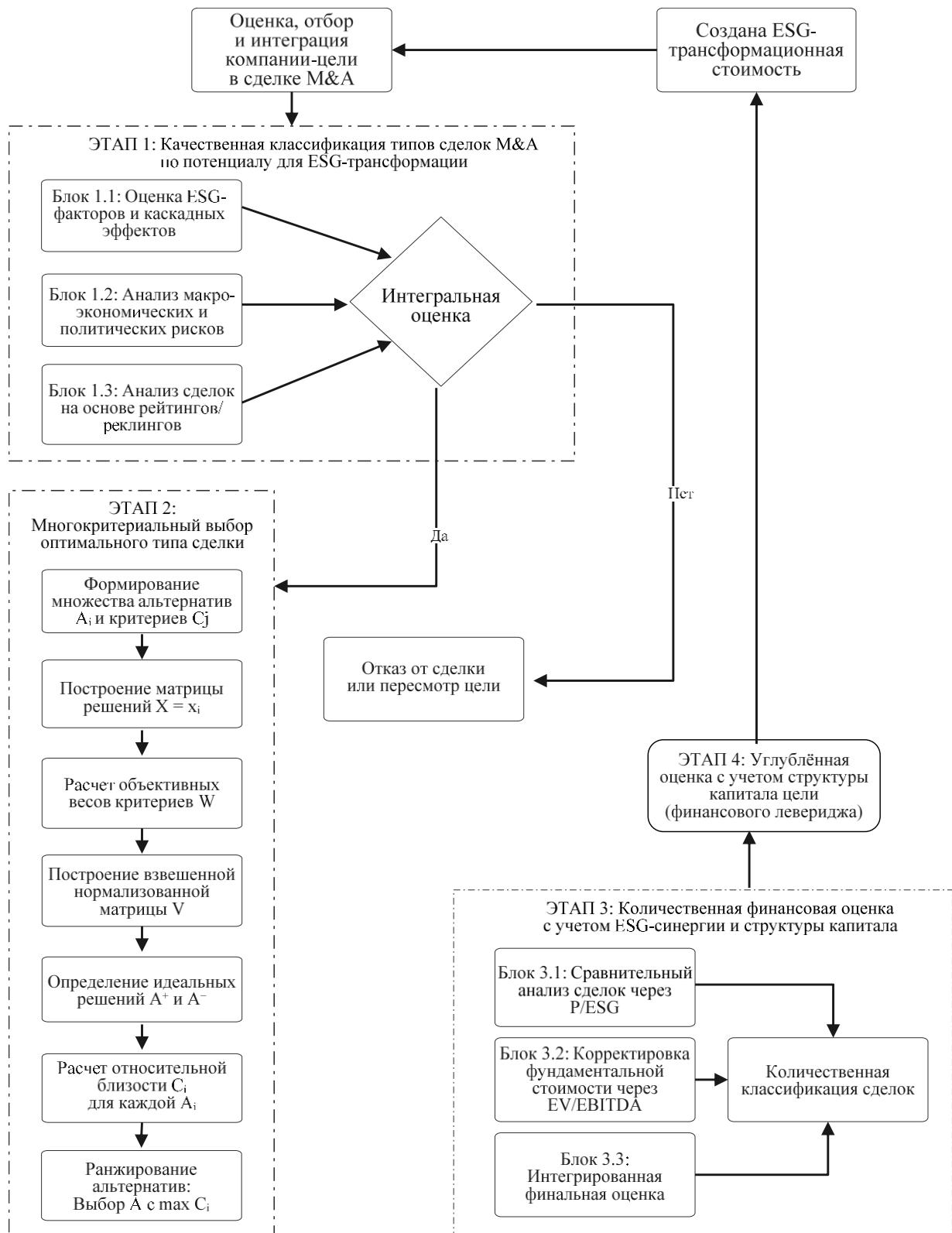
Расчет расстояний и относительной близости показан в таблице 26.

**Таблица 26 – Результаты ранжирования альтернатив методом TOPSIS**

Альтернатива ( $A_i$ )	Расстояние до идеала ( $S_i^+$ )	Расстояние до негатива ( $S_i^-$ )	Относительная близость ( $C_i$ )	Ранг
A1: Полное поглощение	0,099	0,188	0,655	1
A2: Контрольный пакет	0,164	0,121	0,424	2
A3: Партнерство / Консолидация	0,188	0,099	0,345	3
Примечание – Составлено автором.				

Оптимальным типом сделки, согласно многокритериальной оптимизации на основе рыночных данных 2024 года по M&A сделкам, является A1 – полное поглощение / приобретение активов ( $C_i = 0,655$ ).

Результат, полученный методом TOPSIS, определяет направления для последующих расчетов. Выбор в пользу полного поглощения (A1) означает, что оценка стоимости должна учитывать максимальный уровень контроля, соответствующий ему потенциал синергии и, как следствие, премию к рыночной стоимости. Таким образом, выстроенная последовательность создает цепочку: от многокритериального выбора типа сделки (TOPSIS) – к точной оценке ее стоимости с помощью синтеза методов P/ESG и EV/EBITDA, скорректированных на выявленную стратегическую премию (рисунок 20).



**Рисунок 20 – Алгоритм оценки стоимости сделок M&A на основе ESG-компетенций покупателя**

Примечание – Разработано автором.

### **Этап 3 – количественная финансовая оценка с учетом ESG-синергии и структуры капитала.**

На основании выбранного на этапе 2 оптимального типа сделки (A1 – полное поглощение) осуществим переход от качественных критериев к точной денежной оценке создаваемой стоимости. Данный этап представляет собой двухуровневую модель, интегрирующую ESG-мультипликатор и фундаментальный финансовый анализ с количественной оценкой структуры капитала.

#### *Шаг 3.1. Расчет базовой стоимости по методу P/ESG.*

Данный шаг формализует выявленную в ходе анализа рейтинга 2024 года устойчивую зависимость между ESG-рейтингом покупателя и ценой сделки, выражая ее в виде рыночного мультипликатора.

Отношение P/ESG поможет оценить эффективность и привлекательность сделки с точки зрения ESG и финансовых показателей. Высокий ESG\_Score и значительная цена позволяют определить, насколько выгодна сделка относительно ее ESG-рейтинга.

В рамках анализа проводится оценка стоимости инвестиции на одну условную единицу ESG-рейтинга. Данный показатель отражает соотношение между общей ценой сделки и уровнем ESG-рейтинга приобретенного актива. Более низкое значение этого коэффициента свидетельствует о более высокой экологической, социальной и корпоративной ответственности приобретенного актива в контексте затрат покупателя, что можно интерпретировать как более эффективное использование ESG-потенциала при инвестиционной сделке M&A.

Цель данного этапа – определить показатель P/ESG, который представляет собой отношение стоимости сделки к ESG-рейтингу покупателя и служит индикатором эффективности и справедливости оценки приобретенного актива с точки зрения ESG.

#### Интерпретация значений P/ESG:

- низкое значение (<50): свидетельствует о том, что покупатель с высоким ESG-рейтингом приобретает крупный актив по относительно низкой стоимости на

единицу ESG-рейтинга. Такой сценарий указывает на возможный «эффективный вход», то есть сделку с высоким потенциалом ESG по разумной цене;

- высокое значение ( $>100$ ): может означать либо приобретение активов с низким ESG по завышенной цене (рискованный вход), либо переплату со стороны покупателя с высоким ESG. В обоих случаях это говорит о потенциальных дисбалансах в оценке сделки.

Оценка включает следующие шаги:

Расчет P/ESG для каждой сделки с известным ESG-рейтинговым баллом по формуле:

$$P/ESG = \frac{\text{Стоимость сделки}}{\text{ESG-рейтинговый балл покупателя}}, \quad (15)$$

Результат – мультипликатор, который показывает стоимость сделки за единицу ESG.

Анализ распределения P/ESG:

Вычисление среднего значения и медианы для всей выборки.

Выявление аномальных значений, которые существенно отклоняются от типичных (выше или ниже медианы).

Оценка «справедливости» новой сделки:

Для новой или оцениваемой сделки с известным ESG-рейтинговым баллом покупателя рассчитываем P/ESG.

Сравниваем полученное значение с медианой P/ESG по выборке или отрасли.

Формула оценки стоимости:

$$V_{\text{fair}} = P/ESG_{\text{median}} \times ESG_{\text{buyer}}. \quad (16)$$

Шаг 3.2. Корректировка фундаментальной стоимости через мультипликатор EV/ЕВІТDA и расчет стратегической премии.

Шаг выступает своего рода контрольной точкой – связывает оценку с операционной эффективностью и обеспечивает количественное обоснование отклонения от рыночных норм.

1. Расчет рыночной стоимости (стоимости, которую заплатил бы типичный инвестор) на основе ЕВІТDA компании-цели и среднего отраслевого мультипликатора EV/ЕВІТDA:

$$V_{ev}/ebitda_{рынок} = EV/EBITDA_{отрасль} \times EBITDA. \quad (17)$$

2. Количественная оценка стратегической премии: фактический мультипликатор сделки ( $EV/EBITDA_{факт}$ ) сравнивается с отраслевым. Премия рассчитывается как:

$$\text{Премия} = \left( \frac{EV}{EBITDA_{факт}} \div \frac{EV}{EBITDA_{рынок}} \right) - 1. \quad (18)$$

3. Декомпозиция премии на факторы: для обоснования и прогнозирования премии в других сделках она раскладывается на мультипликативные компоненты, вытекающие из критериев этапа 2: стратегическая значимость отрасли, статус покупателя, уровень контроля, высокий ESG-рейтинг. Суммарный коэффициент объясняет превышение над рыночным мультипликатором.

4. Расчет скорректированной стоимости:

$$\frac{V_{ev}}{EBITDA_{с премией}} = \frac{EV}{EBITDA_{рынок}} \times \sum(\text{Факторы премии}) \times EBITDA. \quad (19)$$

*Шаг 3.3. Интегрированная финальная оценка и калибровка алгоритма.*

Заключительный шаг объединяет оба подхода для получения сбалансированной и верифицированной итоговой стоимости.

1. Взвешенное интегрирование: финальная оценка ( $V_{финальная}$ ) вычисляется как средневзвешенное между стоимостями, полученными методами P/ESG и  $EV/EBITDA$  (с премией). Веса могут определяться на основе надежности данных или типа покупателя.

2. Формализация модели премии (альтернативный метод): для большей гибкости вводится аддитивная взвешенная модель расчета премии  $k_{стратегия} = 1 + \sum(w_i \times f_i)$ , где факторы  $f_i$  (отрасль, тип покупателя, контроль, ESG, синергия) и их веса  $w_i$  формализуются на основе анализа рейтинга.

3. Калибровка и верификация: алгоритм калибруется на ретроспективных данных (например, на 30 сделках 2024 года) и признается верифицированным при условии достижения показателя отклонения итоговой оценки от фактической стоимости в 5–10% и подтверждения основных выводы.

Вместе с тем в ходе апробации было установлено, что для окончательной, максимально точной оценки недостаточно оперировать стоимостью акций (Equity Value) и мультипликатором EV/ЕВITDA, как это происходит в базовой модели. Чтобы получить полную картину, необходимо на основе анализа полной стоимости бизнеса (Enterprise Value) интегрировать в модель ключевые параметры финансового состояния компании-цели – финансовый леверидж и долговую нагрузку. Отсюда вытекает следующий этап.

#### **Этап 4 – углубленная оценка с учетом структуры капитала цели (финансового левериджа).**

На данном этапе, предполагающем работу с полным массивом финансовых данных компании-цели, осуществляется верификация стоимости на уровне Enterprise Value, а затем количественная оценка влияния консервативной финансовой политики цели на итоговую цену сделки.

*Шаг 4.1. Анализ финансового состояния цели и расчет скорректированной стоимости.*

1. Исходные данные компании-цели: анализируются ЕВITDA, чистый долг, собственный капитал, коэффициенты финансового левериджа (Debt/Equity, D/E) и отношения долга к ЕВITDA (Net Debt/ЕВITDA).

2. Расчет полной стоимости бизнеса (Enterprise Value) сделки:  $EV_{\text{факт}} = \text{Фактическая цена акций (Equity Value)} + \text{Чистый Долг}$ .

3. Расчет фактического мультипликатора EV/ЕВITDA с учетом долга:  $EV/ЕВITDA_{\text{факт}} = EV_{\text{факт}} / ЕВITDA$ . Это позволяет увидеть истинную величину, заплаченную за бизнес в расчете на его операционный поток.

*Шаг 4.2. Анализ стратегической премии на уровне Enterprise Value с учетом реального левериджа.*

1. Сравнение с рыночным бенчмарком: фактическая стратегическая премия (с учетом долга) рассчитывается как:

$$\text{Премия} = \left( \frac{EV}{ЕВITDA_{\text{факт}}} \div \frac{EV}{ЕВITDA_{\text{рынок}}} \right) - 1. \quad (20).$$

2. Объяснение премии через факторы с учетом низкого левериджа: низкий D/E и умеренный Debt/ЕВITDA не являются драйверами переплаты, но и не создают дисконта, выступая нейтральным. Таким образом, колоссальная премия почти полностью объясняется стратегическими факторами, выявленными на предыдущих этапах.

3. Расчет стоимости по скорректированному EV/ЕВITDA и выявление «недостачи»: модель, основанная только на стратегических факторах, существенно недооценивает стоимость, указывая на наличие дополнительного, неучтенного компонента премии.

*Шаг 4.3. Формализация полной модели с фактором «Качество баланса».*

Для устранения выявленного разрыва между моделью и фактом вводится новый фактор  $f_{\text{баланс}}$ , количественно оценивающий преимущества низкого левериджа цели.

1. Прямой расчет эмпирического фактора качества баланса ( $k_{\text{баланс\_факт}}$ ): коэффициент рассчитывается как отношение фактической стоимости к стоимости, полученной без учета качества баланса:  $k_{\text{баланс\_факт}} = \frac{\text{Фактическая стоимость}}{\text{Стоимость\_без\_учета\_баланса}}$ .

2. Интегрированная модель стоимости (описательная, на основе фактов): итоговая стоимость формируется как произведение базовой стратегической оценки на эмпирически выявленный коэффициент качества баланса:  $V_{\text{final}} = V_{\text{strategic}} \times k_{\text{balance\_fact}}$ .

3. Универсальная формула для прогноза: для применения алгоритма к новым сделкам предлагается прогнозная формула, где премия зависит от абсолютных значений показателей цели:  $k_{\text{balance\_прогноз}} = 1 + a \times (0,5 - D/E_{\text{цель}}) + b \times (2,0 - \text{Debt/ЕВITDA}_{\text{цель}})$ , где 0,5 и 2,0 – пороговые значения «хорошего» баланса с точки зрения риск-менеджмента, а коэффициенты  $a$  и  $b$  калибруются по историческим сделкам.

### Апробация алгоритма на данных за 2024 год (на примере сделки № 18)

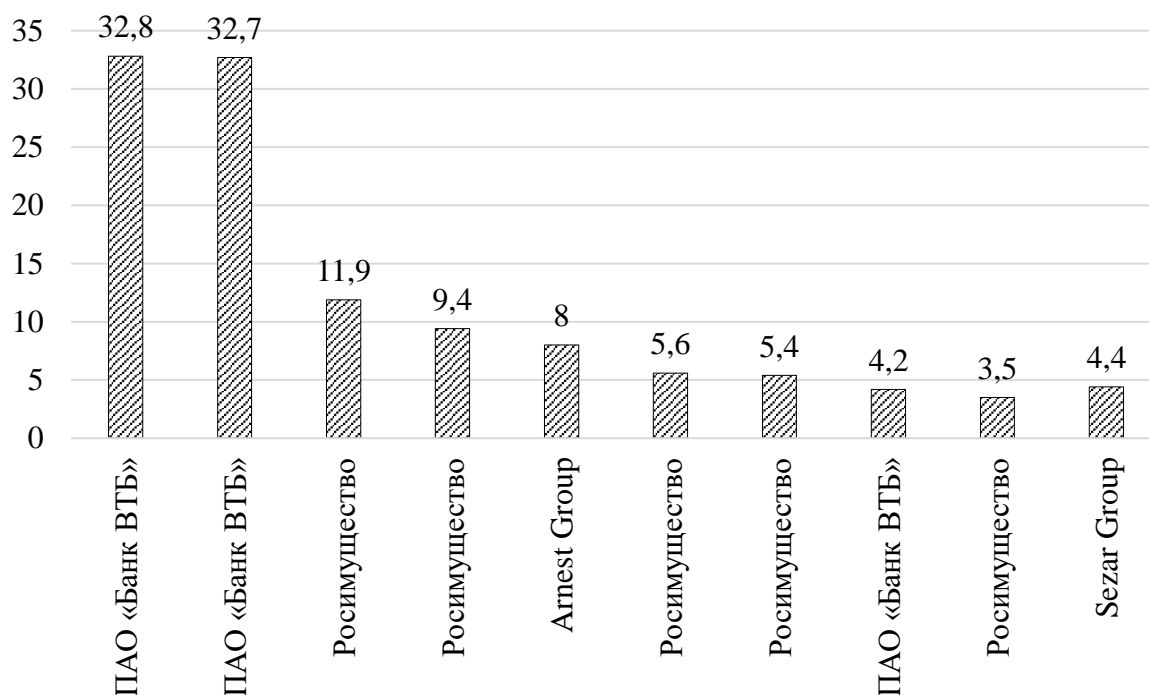
Рассчитаем P/ESG для сделок 2024 года с известным ESG-рейтингом покупателя для формирования выборки (таблица 27).

**Таблица 27 – Расчет мультипликатора P/ESG для сделок 2024 года**

№ сделки	Покупатель	Стоимость, млн долл. США	ESG_Score	P/ESG (Стоимость / ESG)
5	ПАО «Банк ВТБ»	2753,7	83,9	32,8
6	ПАО «Банк ВТБ»	2741,6	83,9	32,7
9	Росимущество	1088,5	91,7	11,9
11	Росимущество	862,6	91,7	9,4
16	Arnest Group	565,9	70,9	8,0
<b>18</b>	<b>Росимущество</b>	<b>512,3</b>	<b>91,7</b>	<b>5,6</b>
20	Росимущество	492,8	91,7	5,4
25	ПАО «Банк ВТБ»	354,1	83,9	4,2
27	Росимущество	324,9	91,7	3,5
30	Sezar Group	309,1	70,5	4,4

Примечание – Составлено автором.

Анализ разброса рыночного мультипликатора P/ESG показан на рисунке 21.



**Рисунок 21 – Распределение мультипликатора P/ESG по покупателям**

Примечание – Составлено автором.

Проведем анализ распределения и расчет групповых медиан.

Анализ выявил значительный разброс значений P/ESG (от 3,5 до 32,8). Сделки ВТБ (№ 5, 6) являются аномальными выбросами ввиду своего мега-масштаба. Для расчета типичного рыночного мультипликатора в «обычных» условиях эти выбросы исключаются.

Проведем апробацию разработанного комплексного алгоритма на реальной сделке слияния и поглощения № 18 из рейтинга (приобретению актива в пищевой промышленности государственной корпорацией «Росимущество»).

**Этап 3 – Эмпирическое обоснование мультипликатора P/ESG на основе рыночных данных.**

*Шаг 3.1. Расчет базовой стоимости по методу P/ESG. Группировка покупателей и определение эталонного P/ESG.*

Для минимизации влияния выбросов (как в случае мега-сделок ВТБ) и учета специфики поведения разных типов инвесторов, покупатели сегментируются по финансовому индексу (FI), рассчитываемому на основе их активов и капитализации. Для каждой группы (мега-, крупные, средние, малые) определяется групповая медиана P/ESG.

Общая рыночная медиана P/ ESG (по сделкам 9, 11, 16, 18, 20, 25, 27, 30) =  $(4,4 + 5,4) / 2 = 4,9$ .

Групповая медиана P/ESG для Росимущества (по сделкам 9, 11, 18, 20, 27) = 5,59.

Для «не-мега-сделок» типичный мультипликатор P/ESG составляет 4,9. Однако для государственных «мега-покупателей» (Росимущество) характерна своя, стабильная групповая медиана – 5,59 (Покупатель (Росимущество) идентифицирован как «мега-покупатель» (FI=1,0)), что предопределяет выбор групповой медианы P/ESG = 5,59.

Именно это значение используется в алгоритме для покупателей данного типа. Рассчитанный для сделки № 18 мультипликатор P/ESG = 5,6 идеально соответствует медиане его группы (5,59) и попадает в эффективный диапазон (<10), подтверждая обоснованность цены.

Базовая стоимость ( $V_{p/esg}$ ) вычисляется как произведение групповой медианы P/ESG на ESG-рейтинг конкретного покупателя:

$$V_{p/esg} = P/ESG_{\text{групп.медиана}} \times ESG_{\text{покупателя}}.$$

Верификация: на примере сделки № 18 (Росимущество, ESG=91,7):  $V_{p/esg} = 5,59 \times 91,7 = 512,6$  млн долл. США. Отклонение от фактической стоимости в 512,3 млн долл. США составляет +0,06%, что доказывает высокую точность и адекватность предложенного метода в рамках реализации алгоритма.

Таким образом, метод P/ESG с использованием групповых медиан – высокоэффективный инструмент первичной оценки, особенно это относится к сделкам, в которых участвуют стратегические или государственные покупатели и где ESG-компетенции прямо капитализируются в цене.

*Шаг 3.2. Корректировка фундаментальной стоимости через EV/EBITDA и расчет стратегической премии.*

Шаг предполагает выявление связи оценки с операционной эффективностью цели и обоснование отклонения от рыночных норм.

Сначала произведем расчет рыночной стоимости компании-цели. В данном случае под «рыночной» понимается стоимость, которую заплатил бы покупатель. Используются EBITDA и средний отраслевой мультипликатор EV/EBITDA:

$$V_{ev/ebitda\_рынок} = 5,98 \times EBITDA. \quad (22)$$

Для сделки № 18 (EBITDA = 42,01 млн долл. США):

$$V_{ev/ebitda} = 5,98 \times 42,01 = 251,2 \text{ млн долл. США.}$$

Наблюдается занижение фактической стоимости на 51%, что говорит о наличии значительной надбавки.

2. Количественная оценка стратегической премии: фактический мультипликатор сделки ( $EV/EBITDA_{\text{факт}} = 12,20$ ) сравнивается с отраслевым. Премия рассчитывается как: Премия =  $(EV/EBITDA_{\text{факт}} / EV/EBITDA_{\text{рынок}}) - 1$ . Для сделки № 18 премия составляет 104%  $(12,20 / 5,98) - 1$ .

3. Декомпозиция премии на факторы: для обоснования и прогнозирования премии в других сделках она раскладывается на мультипликативные компоненты,

вытекающие из критериев этапа 2: стратегическая значимость отрасли ( $\times 1,3$ ), статус покупателя (государственный  $\times 1,4$ ), уровень контроля ( $100\% \times 1,2$ ), высокий ESG-рейтинг ( $\times 1,1$ ). Суммарный коэффициент ( $1,3 \times 1,4 \times 1,2 \times 1,1 = 2,4024$ ) объясняет двукратное превышение над рыночным мультипликатором.

4. Расчет скорректированной стоимости:

$$\frac{V_{ev}}{EBITDA_{с премией}} = \frac{EV}{EBITDA_{рынок}} \times \sum(\text{Факторы премии}) \times EBITDA.$$

Фактическая EV составляет 512,3 млн долл. США. Для сделки № 18:

$$V = 5,98 \times 2,4024 \times 42,01 = 603,7 \text{ млн долл. США.}$$

Equity Value (с учетом долга в 204,44 млн долл. США) =  $603,7 - 204,44 = 399,26$  млн долл. США.

Результат: отклонение расчетной стоимости акций от фактической (512,3 млн долл. США) составляет -22,1%.

Интеграция модели стратегических премий в метод EV/EBITDA позволяет перейти от констатации переплаты к ее системному количественному обоснованию, увязывая финансовую оценку со стратегическими параметрами сделки, выявленными на предыдущих этапах.

### *Шаг 3.3. Интегрированная финальная оценка и калибровка алгоритма.*

Заключительный шаг объединяет оба подхода для получения сбалансированной и верифицированной итоговой стоимости.

1. Взвешенное интегрирование: финальная оценка ( $V_{\text{финальная}}$ ) вычисляется как средневзвешенное между стоимостями, полученными методами P/ESG и EV/EBITDA (с премией). Веса могут определяться на основе надежности данных или типа покупателя. При равных весах для сделки № 18:  $V = 0,5 \times 512,6 + 0,5 \times (603,7 - 204,44) = 0,5 \times 512,6 + 0,5 \times 399,26 = 455,93$  млн долл. США. Отклонение: -11,0%.

Формализация модели премии (альтернативный метод)? для большей гибкости вводится аддитивная взвешенная модель расчета премии  $k_{\text{стратегия}} = 1 + \sum(w_i + f_i)$ , где факторы  $f_i$  (отрасль, тип покупателя, контроль, ESG, синергия) и их веса  $w_i$  формализуются на основе анализа рейтинга. Таким образом становится возможным рассчитать премию для уникальных комбинаций параметров.

2. Калибровка и верификация: алгоритм калибруется на исторических данных (на 30 сделках 2024 года). Если для контрольных оценок (как № 18) отклонение итоговой оценки от фактической стоимости не превышает 5–10%, а ключевые выводы подтверждаются, можно говорить об успешности его работы.

Сравнительные результаты апробации алгоритма на сделке № 18 представлены в таблице 28.

**Таблица 28 – Сравнительные результаты апробации алгоритма на сделке № 18**

Метод оценки	Расчетная стоимость, млн долл. США	Отклонение от факта	Ключевой вывод
1 P/ESG (групповая медиана)	512,6	+0,06%	Высокая точность для покупателей
2 EV/ЕВITDA (рыночный)	252,1	-50,0%	Подтверждает наличие крупной премии
3 EV/ЕВITDA (с моделью премии)	399,26*	-22,1%	Количественное обоснование премии
4 Интегрированный (P/ESG+EV/ЕВITDA с премией)	455,93	-11%	Сбалансированная и надежная оценка
Фактическая стоимость	512,3	0%	
Примечания			
1 Составлено автором.			
2 Расчет Equity Value: $(5,98 \times 2,4024 \times 42,01) - 204,44 = 399,26$ (отмечено звездочкой).			

Приведенный алгоритм показал высокую точность (ошибка в лучшем методе – 0,06%) и подтвердил гипотезу о капитализации ESG-рейтинга покупателя в цене сделки через стабильный мультипликатор P/ESG. Вместе с тем он выявил систематическую недооценку (22%) при использовании модели EV/ЕВITDA, что обуславливает необходимость учета долга и финансовой структуры цели.

**Этап 4 – углубленная оценка с учетом структуры капитала цели (финансового левериджа).**

*Шаг 4.1. Анализ финансового состояния компании-цели и расчет скорректированной стоимости.*

Укажем исходные данные компании-цели:

ЕВITDA = 3,781 млрд руб. = 42,01 млн долл. США (курс – 90 руб./долл.).

Чистый долг (используем общую сумму долгов): Долги = 18 399 775 тыс. руб. / 90 = 204,44 млн долл. США.

Собственный капитал (Equity): 13 122 105 тыс. руб. / 90 = 145,80 млн долл. США.

Коэффициент финансового левериджа (Debt/Equity, D/E): 0,23 (показатель демонстрирует низкий уровень левериджа, свидетельствуя о консервативной финансовой политике, минимизирующей финансовые риски).

Коэффициент отношения долга к EBITDA (Net Debt/EBITDA): 1,2 (умеренная долговая нагрузка, способность компании обслуживать долг за счет операционной прибыли).

Рассчитаем полную стоимость бизнеса (Enterprise Value) сделки.

Фактическая цена акций (Equity Value) = 512,3 млн долл. США.

Полная стоимость компании (EV) включает и долг:

$$EV_{\text{факт}} = \text{Equity Value} + \text{Чистый Долг} = 512,3 + 204,44 = 716,74 \text{ млн долл. США.}$$

Далее рассчитаем фактический мультипликатор EV/EBITDA с учетом долга:

$$EV/EBITDA_{\text{факт}} = 716,74 / 42,01 = 17,06.$$

Величина, заплаченная за бизнес в расчете на его операционный поток, составляет 17,06, что превышает ранее рассчитанные 12,20 и подчеркивает важность корректного учета долга при анализе.

*Шаг 4.2. Анализ стратегической премии на уровне Enterprise Value с учетом реального левериджа.*

1. Сравнение с рыночным бенчмарком: рыночный EV/EBITDA для пищевой промышленности = 5,98 (среднее по Черкизово и Русагро).

Фактическая стратегическая премия (с учетом долга):

$$\text{Премия} = (17,06 / 5,98) - 1 = 1,853 = 185,3\%.$$

Это означает, что Росимущество заплатило за бизнес почти в 3 раза (2,85) больше, чем стоила бы компания по рыночным мультипликаторам с учетом ее долга.

2. Объяснение премии через факторы с учетом низкого левеиджа: низкий D/E (0,23) и умеренный Debt/ЕВITDA (1,2) не являются драйверами переплаты, но и не создают дисконта, выступая нейтральным или слегка позитивным фоном. Таким образом, колоссальная премия почти полностью объясняется стратегическими факторами, выявленными на предыдущих этапах:

Базовый мультипликатор:  $5,98 \times$

$\times 1,3$  (Отраслевая стратегичность – пищевая безопасность)

$\times 1,4$  (Государственный покупатель – Росимущество)

$\times 1,2$  (Полный контроль – 100%)

$\times 1,11$  (ESG-премия – 91,7)

$\times 1,0$  (Поправка на левеидж – нейтральный эффект в базовой модели)

Итого расчетный EV/ЕВITDA:  $5,98 \times 1,3 \times 1,4 \times 1,2 \times 1,11 = 14,51$ .

3. Расчет стоимости по скорректированному EV/ЕВITDA и выявление «недостачи»:

$V_{ev\_corrected} = 14,51 \times 42,01 = 609,7$  млн долл. США (Enterprise Value).

Equity Value =  $609,7 - 204,44 = 405,26$  млн долл. США.

Отклонение от фактической цены акций (512,3 млн долл. США): -20,9%. Модель, основанная только на стратегических факторах, существенно недооценивает стоимость, указывая на наличие дополнительного, неучтенного компонента премии.

*Шаг 4.3. Формализация полной модели с фактором «Качество баланса».*

Для устранения выявленного разрыва в 20,9% (между моделью без левеиджа и фактом) введем новый фактор  $f_{\text{баланс}}$ , количественно оценивающий преимущества низкого левеиджа цели для стратегического покупателя.

1. Прямой расчет эмпирического фактора качества баланса: ( $k_{\text{баланс\_факт}}$ ): модель стратегических факторов дала оценку Equity Value 405,26 млн долл. США. Фактическая стоимость – 512,30 млн долл. США. Разница между ними (107,04 млн долл. США) является непосредственной денежной оценкой премии, которую рынок (в лице Росимущества) заплатил за финансовую структуру цели (D/E=0,23; Debt/ЕВITDA=1,2).

Коэффициент, преобразующий стратегическую оценку в фактическую, рассчитывается как:

$$k_{\text{баланс\_факт}} = \text{Фактическая стоимость} / \text{Стоимость\_без\_учета\_баланса}$$

$$k_{\text{баланс\_факт}} = 512,30 / 405,26 = 1,264.$$

Вывод: низкий финансовый леверидж и умеренная долговая нагрузка цели добавили к ее стратегической оценке 26,4% дополнительной стоимости.

2. Интегрированная модель стоимости (описательная, на основе фактов): итоговая стоимость формируется как произведение базовой стратегической оценки на эмпирически выявленный коэффициент качества баланса:

$$V_{\text{final}} = V_{\text{strategic}} \times k_{\text{balance\_fact}},$$

где  $V_{\text{strategic}} = 405,26$  млн долл. США;  $k_{\text{balance\_fact}} = 1,264$ .

Результат:  $405,26 \times 1,264 = 512,30$  млн долл. США. Отклонение: 0%.

3. Универсальная формула для прогноза (калиброванная на основе сделки № 18).

Для применения алгоритма к новым сделкам необходимо не предполагать отраслевой D/E, а калибровать коэффициент  $k_{\text{balance}}$  на основе конкретных финансовых показателей цели. На основе анализа сделки №1 8 можно предложить прогнозную формулу, где премия зависит от абсолютных значений показателей цели:

$$k_{\text{balance\_прогноз}} = 1 + a \times \left( 0,5 - \frac{D}{E_{\text{цель}}} \right) + b \times \left( 2,0 - \frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}_{\text{цель}}} \right),$$

где 0,5 и 2,0 – пороговые значения «хорошего» баланса с точки зрения риск-менеджмента ( $D/E < 0,5$ ,  $\text{Debt}/\text{EBITDA} < 2,0$ ). Коэффициенты  $a$  и  $b$  (например, 0,3 и 0,2) калибруются по ретроспективным сделкам.

Для сделки № 18:  $k_{\text{balance\_прогноз}} = 1 + 0,3 \times (0,5 - 0,23) + 0,2 \times (2,0 - 1,2) = 1,241$  (близко к фактическому 1,264).

Апробация усовершенствованного алгоритма на сделке № 18 представлена в таблице 29.

**Таблица 29 – Апробация алгоритма с учетом структуры капитала**

Шаг и показатель	Расчет	Результат	Комментарий
1 Фактический EV сделки	$512,3 + 204,44$	716,74 млн долл. США	Полная стоимость бизнеса
2 EV/ЕБИТДА_факт	$716,74 / 42,01$	17,06х	Истинная цена, заплаченная за операционный поток
3 Стратегическая премия (к рынку)	$(17,06 / 5,98) - 1$	185,3%	Гигантская премия за стратегию
4 V_p/esg (Equity Value)	$5,59 \times 91,7$	512,6 млн долл. США	Точность метода P/ESG (откл. +0,06%)
5 V_strategic (без баланса)	$(5,98 \times 2,43 \times 42,01) - 204,44$	405,26 млн долл. США	Недооценка на 20,9%
6 Фактор качества баланса (k_balance_fact)	$512,30 / 405,26$	1,264	Эмпирически рассчитанная премия за низкий D/E
7 Итоговая оценка (V_strategic $\times$ k_balance_fact)	$405,26 \times 1,264$	512,30 млн долл. США	Точное совпадение с фактом (0%)
8 Фактическая стоимость	-	512,30 млн долл. США	Бенчмарк
Примечание – Составлено автором.			

Сводная таблица методов и их точности с учетом реального левериджа показана ниже (таблица 30).

**Таблица 30 – Сводная оценка стоимости компании методами мультипликаторов с учетом стратегических факторов и реального левериджа**

Метод оценки	Расчетная стоимость, млн долл. США	Отклонение	Ключевой вывод
1 P/ESG (групповая медиана)	512,6	+0,06%	Точность для сделок
2 EV/ЕБИТДА (рыночный, с долгом)	47,66*	-90,7%	Подтверждает необходимость стратегической премии
3 EV/ЕБИТДА (только стратегические факторы)	405,26	-20,9%	Без учета левериджа – существенная недооценка
4 EV/ЕБИТДА (стратегия + эмпирич. k_balance)	512,30	0%	Полная модель, объясняющая 100% стоимости
5 Интегрированный (P/ESG + метод 3)	458,93	-10,4%	Промежуточный, неточный результат
Фактическая стоимость	512,30	0%	
Примечания			
1 Составлено автором.			
2 Расчет: $(5,98 \times 42,01) - 204,44 = 47,66$ млн долл. США (отмечено звездочкой).			

Подводя итог данному разделу, отметим, что представленный выше алгоритм представляется обоснованным, ориентированным на практическую применимость

инструментом, служащим принятию разумных решений по слиянию и поглощению, целью которых выступает создание стоимости на долгосрочную перспективу посредством управления ESG-факторами и каскадными эффектами.

Внедрение алгоритма даст возможность перейти от интуитивных оценок к основанному на данных и формализованных моделях управлению.

Проведенная на реальных сделках апробация алгоритма подтвердила его работоспособность и точность, обоснованность использования групповых медиан P/ESG и практическую ценность разработанной модели стратегических премий.

### **3.3 Совершенствование механизмов сделок M&A на основе разработанного инструментария**

По имеющимся данным, только треть сделок M&A завершается успешно. Исходя из этого важным аспектом является тщательная подготовка к сделке, предусматривающая всесторонний аудит компаний с охватом таких аспектов, как финансы, стратегия, кадровая политика, юридические вопросы. Поверхностная оценка в данном случае может привести к повышению затрат и усложнению процесса интеграции.

Считается, что первым 100 дням после совершения сделки необходимо уделить особо пристальное внимание. В этот период крайне важно быстро принять ключевые решения (выбрать бренд и место расположения, назначить ответственный менеджмент, сформировать сплоченную команду) и приоритетно решать задачи, напрямую влияющие на стоимость сделки (централизация служб, управление капиталом, кросс-продажи, интеграция ИТ-систем и кадровых служб).

Создание отдельной организационной структуры с необходимыми навыками для оценки рисков, планирования и мониторинга позволит оптимизировать управление процессами интеграции.

Отдельного внимания заслуживают информационные технологии, от которых также зависит успех слияний. Здесь необходимо оперативно оценить существующие платформы, определить целевую систему, четко спланировать переход [120; 121].

Чтобы сделки слияний и поглощений совершались с нужным уровнем эффективности, необходимо целенаправленно совершенствовать данную практику с учетом передовой мировой практики и современных бизнес-тенденций. Основными направлениями на этом пути являются следующие:

#### **1. Направления совершенствования сделок M&A на основе ESG-факторов.**

Совершенствование M&A с учетом ESG-факторов предполагает переход от оценки только финансовых показателей к многоаспектной ESG-синергии. В экологическом направлении важно объединение «зеленых» технологий, доступ к «зеленому» финансированию и оптимизация цепочек поставок с учетом климата. Социальные выгоды достигаются через внедрение лучших практик в области безопасности, инклюзивности и развития сообществ, а также доступ к новым талантам. В области управления необходим обмен лучшими практиками корпоративного управления, повышения прозрачности и риск-менеджмента.

ESG-показатели являются частью нефинансовой информации и имеют опосредованное отражение в отдельных российских нормативных актах. Для публичных акционерных обществ и их стейкхолдеров одним из наиболее значимых по своей информационной ценности видов публичной отчетности является финансовая отчетность в формате международных стандартов финансовой отчетности (МСФО).

#### **2. Развитие акционерного финансирования на российском рынке слияний и поглощений.**

В целях развития акционерного финансирования на рынке M&A в России предлагается сгруппировать рекомендации с учетом различий между публичными

и непубличными акционерными обществами, в особенности в части требований к раскрытию информации и корпоративным стандартам. Таким образом, рекомендации разделяются на две категории:

- 1) для публичных акционерных обществ (ПАО);
- 2) для непубличных акционерных обществ (АО) [114].

Ключевой акцент предлагаемых мер направлен не на сами компании, которые, как показывает практика, заинтересованы в использовании данного инструмента, а на совершенствование внешней среды для привлечения капитала.

#### *Рекомендации для публичных акционерных обществ (ПАО)*

##### 1. Упрощение доступа иностранных инвесторов к биржевым размещениям.

Для привлечения значительных объемов капитала, необходимых для крупных М&А-сделок, требуется расширение инвесторской базы. Ограниченность российского рынка часто вынуждает компании проводить параллельные размещения акций и депозитарных расписок за рубежом, что увеличивает организационные сложности и затраты, а также дробит ликвидность.

В качестве решения предлагается ввести уведомительный порядок регистрации иностранных инвесторов для участия в размещениях. Инвестор мог бы направлять пакет документов напрямую организатору торгов по электронной почте, а счет для зачисления средств открывался бы в упрощенном режиме в течение трех рабочих дней. Это позволило бы сократить сроки с нескольких недель до нескольких дней, уменьшить транзакционные издержки и устранить необходимость в услугах посредника-брокера.

##### 2. Комплексное налоговое стимулирование участников размещений.

Для повышения привлекательности инвестиций в акции предлагается дифференцированный налоговый режим:

- по дивидендам: полное освобождение от налогообложения дивидендных выплат для всех категорий инвесторов в течение 5 лет («льготный период») после размещения, с последующим применением стандартных ставок;

- по доходам от продажи акций: стандартная налоговая ставка применяется в первый год владения. В последующие 4 года ставка должна пропорционально

снижаться (например, на 25% ежегодно), полностью обнуляясь к шестому году. Это стимулирует долгосрочные инвестиции, стабилизирует структуру акционерного капитала и повышает совокупную доходность.

### *Рекомендации для непубличных акционерных обществ (АО)*

#### 1. Упрощение процедуры частных (закрытых) размещений.

Унифицированные законодательные требования к дополнительной эмиссии создают избыточные формальности для непубличных компаний с небольшим числом акционеров, решения которых часто predetermined. Для ускорения привлечения финансирования предлагается предусмотреть механизм добровольного отказа акционеров от преимущественного права покупки новых акций на том же собрании, где принимается решение об эмиссии. Если все акционеры отказываются, этапы, связанные с реализацией данного права, исключаются, что значительно сокращает сроки сделки.

2. Разработка унифицированного алгоритма индикативной оценки стоимости.

Отсутствие единого подхода к оценке непубличных компаний создает конфликт интересов между текущими и потенциальными акционерами. Для его сглаживания предлагается стандартизированный сравнительный метод оценки на основе общедоступных финансовых мультипликаторов (P/S, P/E, P/BV). Индикативная стоимость рассчитывается на основе средних значений мультипликаторов по публичным компаниям-аналогам с последующей корректировкой на статистически обоснованный «дисконт за непубличность». Это создаст отправную точку для переговоров об итоговой цене размещения.

3. Введение административной ответственности за недобросовестное раскрытие информации.

Частные размещения требуют от непубличной компании повышенной информационной открытости, что создает риски как для инвесторов (получение неполных или искаженных данных), так и для компании (утечка конфиденциальной информации). В условиях отсутствия публичных источников для проверки предлагается ввести административную ответственность для

руководства и акционеров за предоставление недостоверной информации. Мерами воздействия могут стать штраф в размере от 5% до 20% от привлеченной суммы и дисквалификация на руководящие должности сроком до 10 лет, в зависимости от масштаба нарушений (таблица 31).

**Таблица 31 – Рекомендации по развитию акционерного финансирования M&A-сделок в России**

Категория рекомендаций	Конкретное предложение	Суть и механизм реализации	Ожидаемый эффект
1	2	3	4
Для публичных акционерных обществ (ПАО)	Упрощение доступа иностранных инвесторов	Введение уведомительной процедуры открытия счета для иностранных инвесторов напрямую у организатора торгов (биржи). Открытие счета в течение 3 рабочих дней на основе поданного электронного пакета документов	1. Резкое сокращение сроков и бюрократии (с 1–3 недель до 3 дней). 2. Снижение транзакционных издержек (исключается комиссия брокера). 3. Расширение пула инвесторов и ликвидности, снижение потребности в сложных «параллельных размещениях»
	Налоговое стимулирование участников размещений	Дифференцированный подход: - по дивидендам: полное освобождение от налога на дивиденды в течение 5 лет с момента размещения; - по капитальной прибыли: поэтапное снижение налога на доход от продажи акций в период со 2-го по 5-й год владения с полным обнулением к 6-му году	1. Повышение совокупной доходности инвестиций. 2. Стимулирование долгосрочного владения акциями и стабилизация базы акционеров. 3. Побуждение компаний к сбалансированной дивидендной политике и более тщательному анализу M&A-сделок
Для непубличных акционерных обществ (АО)	Упрощение процедуры частных (закрытых) размещений	Введение возможности добровольного отказа всех акционеров от преимущественного права покупки новых акций на этапе принятия решения о дополнительной эмиссии. Если отказ единогласный, этап реализации этого права пропускается	Кардинальное сокращение сроков привлечения финансирования за счет исключения формальных процедур, что повышает конкурентоспособность акционерного финансирования для непубличных компаний
	Унифицированный алгоритм индикативной оценки	Разработка стандартной методики оценки на основе сравнительного подхода и публичных финансовых	1. Создание объективной отправной точки для переговоров между старыми и новыми акционерами

Окончание таблицы 31

1	2	3	4
		мультипликаторов (P/S, P/E, P/BV). Расчет индикативной цены: среднее по аналогам → корректировка на статистический «дисконт за непубличность»	2. Снижение конфликта интересов и повышение прозрачности процесса ценообразования при частных размещениях
	Административная ответственность за качество информации	Введение административной ответственности (штраф 5–20% от привлеченной суммы и дисквалификация до 10 лет) для руководства и акционеров за предоставление неполной или недостоверной информации инвесторам в ходе частного размещения	1. Защита прав и интересов инвесторов, компенсирующая отсутствие публичной информации. 2. Повышение дисциплины и добросовестности со стороны компаний при раскрытии данных, рост доверия к рынку частных размещений
Примечание – Разработано автором.			

Таким образом, для развития акционерного финансирования M&A-сделок предлагается пакет мер, дифференцированный для публичных и непубличных компаний. Для ПАО ключевыми являются либерализация доступа иностранного капитала и создание долгосрочных налоговых стимулов. Для АО приоритетами выступают упрощение процедур частных размещений, внедрение стандартов оценки и усиление ответственности за раскрытие информации с целью защиты интересов инвесторов.

### 3. Создание комплексной экосистемы для M&A.

Развитие сферы слияний и поглощений происходит в результате постепенного перехода от простого регулирования смены владельцев к созданию полноценной комплексной экосистемы. Она должна включать стратегическое управление со стороны государства, направленное на развитие рынка и обеспечение его стабильности. При этом крайне важное значение приобретает наличие четких правил, регламентирующих ответственность сторон и защищающих права и интересы участников процесса. Также необходимо внедрение эффективных механизмов противодействия недобросовестной

конкуренции, реализуемых через антимонопольное законодательство, чтобы обеспечить справедливую конкуренцию. Наряду с этим требуется обеспечить гарантии справедливости и предсказуемости для инвесторов, кредиторов и сотрудников, результатом чего станет создание стабильных и прозрачных условий для ведения бизнеса.

Таким образом, развитие системы М&А предполагает системную работу по преобразованию этого инструмента из потенциально конфликтного механизма перераспределения собственности в цивилизованный, прозрачный и надежный инструмент реструктуризации и роста бизнеса в условиях рыночной экономики.

В таблице 32 представлены направления создания комплексной экосистемы для М&А.

**Таблица 32 – Направления создания комплексной экосистемы для М&А**

Направление совершенствования	Суть процесса	Конкретные меры и предложения
1	2	3
Систематизация и уточнение целей госрегулирувания	Переход от фрагментарного контроля к стратегическому управлению рынком М&А в русле госполитики	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Соответствие промышленной политики и отраслевой реорганизации</li> <li>- Поддержание конкуренции</li> <li>- Обеспечение прозрачности операций</li> <li>- Защита прав акционеров (включая миноритарных)</li> <li>- Регулирование социальных конфликтов</li> </ul>
Технико-юридическое совершенствование процедур реорганизации	Унификация, детализация и гуманизация процедур слияний и поглощений в корпоративном праве	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Расширение и комбинирование форм реорганизации</li> <li>- Участие организаций разных правовых форм</li> <li>- Обязательная независимая оценка активов</li> <li>- Запрет принудительной реорганизации (кроме суда)</li> <li>- Обеспечение непрерывности текущей деятельности компании в процессе сделки</li> </ul>
Модернизация антимонопольного регулирования [35]	Углубление контроля за структурой собственности и либерализация формальных порогов для повышения эффективности надзора	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ужесточение в части раскрытия конечных бенефициаров и целей сделки</li> <li>- Либерализация пороговых значений для получения согласия ФАС</li> <li>- Введение ответственности за ложную информацию</li> <li>- Четкое определение понятий «группа компаний», «аффилированные лица»</li> </ul>

Окончание таблицы 32

1	2	3
		- Уточнение критериев доминирования (35%, 65%) и критериев для разрешения доминирования ФАС
Балансировка интересов всех заинтересованных лиц (стейкхолдеров)	Смещение фокуса с интересов только компании-инициатора на комплексную защиту прав всех сторон, затрагиваемых сделкой	- Кредиторы: право на уведомление, досрочное исполнение обязательств, солидарную ответственность правопреемников - Акционеры: право голоса на собрании (квалифицированное большинство), право на выкуп акций (appraisal rights), гарантии формирования имущества нового общества
Формирование методологической базы для идентификации бизнес-структур	Создание стандартов для адекватного отражения современных сложных холдингов в правовом и учетном поле	- Разработка идентификации интегрированных структур - Приведение в соответствие с МСФО вопросов консолидированной отчетности - Введение единого понятия «группа компаний»
Примечание – Разработано автором.		

**4. Направления интеграции корпоративных и организационных культур как ключевого фактора успеха сделок M&A.**

Вместо стихийных решений предлагается селективный подход: анализировать обе культуры, выделять лучшие элементы и интегрировать их, создавая сильную адаптированную культуру [99]. Важен синергетический эффект – объединение, казалось бы, неподходящих элементов для создания новых, эффективных практик. Процесс делится на два уровня: стратегический – миссия и ценности и операционный – нормы внутри подразделений. Работа над ними должна быть согласованной, чтобы избежать конфликтов. Для систематизации предлагается алгоритм: анализ культур, отбор элементов, планирование интеграции, внедрение, адаптация и коммуникация, что способствует формированию позитивной внешней среды. В глобальных сделках учитываются транснациональные особенности и человеческий фактор, где ценности и толерантность играют важную роль. Регулирование культуры осуществляется через формальные механизмы, соразмерно размеру компании. Итог – управление культурой превращается из неформальной «мягкой» сферы в стратегический и структурированный процесс, позволяющий снизить риски и достигнуть целей

сделки за счет создания единой, мотивированной и эффективной социальной системы.

**5. Использование нетрадиционных (альтернативных) финансовых инструментов финансирования сделок M&A.**

Использование альтернативных финансовых инструментов расширяет возможности финансирования M&A, делая его более гибким, доступным и инновационным. В качестве примера укажем расширение источников капитала за счет привлечения различных фондов (прямых инвестиций, хедж-фонды, инфраструктурные, пенсионные фонды) в качестве инвесторов, что обеспечит финансирование сложных сделок, характеризующихся гибкими условиями и долгосрочной перспективой; для преодоления нехватки собственного капитала либо снижения долговой нагрузки – использование субсидированных займов, конвертируемых ноты, привилегированных акций; секьюритизация активов; токенизация активов, внедрение блокчейн-технологий; для оптимизация структуры капитала, повышения стратегической значимости сделок – рекапитализация посредством долгового финансирования и мн. др.

**6. Таргетированная государственная поддержка сделок слияний и поглощений.**

Активная роль государства в создании благоприятных условий для реструктуризации и объединения бизнеса служит важным фактором развития финансирования и стимулирования сделок слияний и поглощений. Важно, чтобы государство на этом пути выступало своего рода стратегическим партнером, направляя усилия на снижение рисков бизнеса, оказывая поддержку, например, через предоставление налоговых льгот, прямое финансирование, обеспечение госконтрактов и гарантий и другие меры. Кроме того, необходимым является направление процессов консолидации на решение важнейших экономических задач.

**7. Извлечение ценности из сложных активов на основе управления рисками [41].**

В современных условиях стандартные подходы к управлению рисками оказываются недостаточными. Развитие данного направления предполагает системное выявление рисков и работу по их устранению. Перспективным видится также управление рисками для извлечения ценности из сложных активов. Важно развивать компетенции по работе с проблемными активами, которые могут потребовать реструктуризации, юридической очистки и восстановления. Также актуально уделять внимание нефинансовым рискам – рискам утраты ключевых сотрудников, цепочек поставок, кибербезопасности и репутации, связанным с геополитической ситуацией.

Подводя итог, следует отметить, что оценка эффективности и стоимости сделок M&A, заключающаяся в переходе от краткосрочных, ограниченных методов оценки (анализ реакции рынка и финансовой отчетности) к комплексным моделям, измеряющим создание реальной экономической стоимости на долгосрочном горизонте, должна стать определяющей. Внедрение долгосрочных, стоимостно-ориентированных моделей оценки предполагает отказ от подходов, основанных только на реакции рынка или бухгалтерских показателях, и внедрение модели экономической прибыли, которая учитывает доходность, превышающую стоимость капитала (WACC). Основная идея – оценивать эффективность сделок в перспективе нескольких лет, а не только по факту их завершения. Важен акцент на ключевых факторах успеха и причинах создания стоимости, что помогает управлять процессами и повышать их эффективность, улучшает аналитический инструментарий для инвесторов, руководителей и исследователей, способствуя более точной оценке и планированию стратегических решений в сфере M&A. Развитие именно данного направления не только стало одним из решений поставленной задачи диссертационной работы, но и заложило методологический фундамент для последующего изучения факторов, определяющих результативность сделок.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках данного исследования была проведена всесторонняя оценка эффективности сделок M&A на российском рынке за период 2022–2024 годов с учетом современных вызовов, а также разработаны практические рекомендации, направленные на повышение их результативности. В процессе анализа выявлены особенности методологического подхода, который требует корректировки в условиях структурных изменений экономики. На основе международного опыта и российской специфики разработана комплексная методика оценки, включающая многоуровневую систему показателей (рыночных, операционных и стратегических), а также модифицированные формулы расчета эффективности с учетом адаптационных коэффициентов. Важной составляющей стала интеграция ESG-факторов, что позволяет более полно учитывать экологические, социальные и управленческие аспекты при определении стоимости и результативности сделок.

Анализ проверенных гипотез показал, что влияние макроэкономических факторов в условиях 2022–2024 годов снизилось до 2,1%. Наиболее негативное воздействие оказывает экономическая напряженность, однако введение отраслевой устойчивости демонстрирует статистическую значимость, что свидетельствует о необходимости учитывать отраслевые особенности при оценке. Микроэкономические факторы, напротив, подтвердили высокую значимость в эффективности сделок: ключевыми драйверами стали операционная эффективность, уровень цифровизации и рентабельность по EBITDA, что подтверждается высоким коэффициентом детерминации.

Существенным фактором обозначены и отраслевые особенности. Наибольшие результаты показывают сырьевой сектор с глубокой переработкой, потребительский ритейл со сфокусированными локальными цепочками, а также ИТ и телекоммуникации. Важным аспектом является подтверждение синергетического эффекта вертикально интегрированных сделок, который

достигает 62,3% и особенно заметен при объединении компаний смежных отраслей. Размер компании также влияет на результат: крупные корпорации демонстрируют более высокую эффективность – 34,2% по сравнению со средними и малыми компаниями, эффективность которых составляет 28,7% и 15,3% соответственно.

Особое внимание уделяется влиянию ESG-факторов, которые статистически значительно повышают эффективность сделок на 8,5%. Наиболее сильное влияние оказывает интеграция ESG в бизнес-модель, особенно корпоративного фактора, что подтверждает важность учета его при проведении M&A.

Практические рекомендации для компаний включают приоритетное развитие операционной эффективности, цифровизации и синергий бизнес-процессов, а также интеграцию ESG-трансформации как конкурентного преимущества. Не менее важно создавать финансовые резервы в размере 15–20% от стоимости сделки для управления рисками и внедрять системы пост-интеграционного мониторинга с учетом ESG-показателей. Для регуляторов целесообразно развивать программы поддержки сделок в стратегических секторах, стимулировать «зеленое» финансирование и разрабатывать отраслевые стандарты по интеграции ESG-факторов.

Научная новизна и практическая ценность исследования заключается в разработке адаптированной системы показателей для российского рынка и статистическом подтверждении влияния ESG-факторов на эффективность сделок. Результаты могут быть использованы российскими компаниями для повышения результативности M&A в условиях новой экономической реальности, а также регуляторами для формирования мер поддержки трансформации корпоративного сектора. В перспективе предполагается углубленный анализ отраслевых особенностей, создание отраслевых стандартов ESG для M&A и исследование долгосрочных эффектов интеграции в условиях структурных изменений экономики.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

### Нормативные правовые акты

1. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (с изменениями и дополнениями, вступившими в силу с 15.12.2025). – Текст : электронный // КонсультантПлюс : [правовой сервер]. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28165/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/) (дата обращения: 06.04.2025).

2. О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты РФ : Федеральный закон от 19.07.2009 № 205-ФЗ (редакция от 23.07.2013). – Текст : электронный // КонсультантПлюс : [правовой сервер]. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_89577/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_89577/) (дата обращения: 06.04.2025).

3. Об утверждении стандартов оценки : Постановление Правительства РФ от 06.07.2001 № 519 (редакция от 14.12.2006). – Текст : электронный // КонсультантПлюс : [правовой сервер]. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_32407/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_32407/) (дата обращения: 06.09.2025).

4. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов : утверждены Минэкономки РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ 21.06.1999 № ВК 477. – Текст : электронный // КонсультантПлюс : [правовой сервер]. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_28224/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28224/) (дата обращения: 06.04.2025).

### Научная, учебная и информационно-справочная литература

5. Абузов, Р.М. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках капитала Западной Европы / Р.М. Абузов, С.А. Григорьев. – Текст : электронный // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – № 2. – С. 5–30. –

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-razvityh-rynkah-kapitala-zapadnoy-evropy> (дата обращения: 08.06.2025).

6. Акерлоф, Дж. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм / Дж. Акерлоф. – Текст : непосредственный // Квартальный журнал экономики. – 1970. – Т. 84, № 3. – С. 488–500.

7. Алексеев, С.А. Отраслевые факторы макроэкономической нестабильности и синергетического эффекта при оценке стоимости бизнеса в сделках М&А / С.А. Алексеев. – Текст : непосредственный // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 4. – С. 393–395. – EDN QAQAWK.

8. Алиев, О.М. Роль и методы оценки сделок М&А в стратегии построения цифровой экосистемы / О.М. Алиев, Ф.Р. Платова. – DOI 10.34925/EIP.2022.140.03.223. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2022. – № 3 (140). – С. 1165–1172.

9. Архив Глобального политического форума. – URL: <https://archive.global-policy.org/component/content/article/221-transnational-corporations/47126-worldwide-mergers-and-acquisitions.html> (дата обращения: 24.04.2026). – Текст : электронный.

10. Бабкин, С.И. Проблемные факторы, влияющие на развитие рынка слияний и поглощений в Российской Федерации / С.И. Бабкин. – Текст : непосредственный // Современные аспекты экономики. – 2014. – № 3 (199).

11. Байкова, А.В. Традиционные методы оценки эффективности сделок слияния и поглощения / А.В. Байкова. – Текст : непосредственный // Инновационная экономика и современный менеджмент. – 2024. – № 4 (48). – С. 165–169.

12. Барни, Дж.Б. Ресурсы фирмы и устойчивое конкурентное преимущество / Дж.Б. Барни ; перевод с английского Е.А. Петровой. – Текст : непосредственный // Российский журнал менеджмента. – 2003. – Т. 1, № 2. – С. 53–76.

13. Бекье, М. Путеводитель по слиянию / М. Бекье. – Текст : непосредственный // Вестник McKinsey. – 2003. – № 2 (4). – С. 15–47.

14. Богданчук, В.С. Оценка влияния слияний и поглощений на стоимость европейских банков / В.С. Богданчук, А.В. Василевский. – Текст :

непосредственный // Журнал Белорусского государственного университета. Экономика. – 2017. – № 1. – С. 117–125.

15. Борисов, А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов. – Москва : Книжный мир, 2003. – 895 с. – ISBN 5-89378-012-4. – Текст : непосредственный.

16. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва : Олимп-Бизнес, 2015. – 1008 с. – ISBN 978-5-9693-0089-7 (рус.). – Текст : непосредственный.

17. Булгакова, Е.К. Сделки M&A в корпоративном управлении как инструмент увеличения масштаба бизнеса / Е.К. Булгакова, В.Э. Рюмин, Э.С. Боронина. – Текст : непосредственный // Интеллектуальный потенциал Сибири : сборник научных трудов 29-й Региональной научной студенческой конференции, посвященной Году науки и технологий в России, Новосибирск, 17–21 мая 2021 года. В 5 частях / под редакцией Д.О. Соколовой. – Ч. 5. – Новосибирск : Новосибирский государственный технический университет, 2021. – С. 3–8.

18. Валега, Ю.А. Факторы и условия, определяющие результат сделок в сфере слияний и поглощений / Ю.А. Валега. – Текст : непосредственный // Фундаментальные и прикладные исследования в области управления, экономики и торговли : сборник трудов научно-практической и учебной конференции. – Санкт-Петербург : СПбПУ, 2018. – С. 28–33.

19. Власова, Ю.А. Оценка состояния российского рынка слияний и поглощений в текущих экономических условиях / Ю.А. Власова. – DOI 10.24412/1727-8058-2025-1-49-54. – Текст : непосредственный // Аудиторские ведомости. – 2025. – № 1. – С. 49–54. – EDN ULOVZF.

20. Влияние пандемии COVID-19 на рынок слияний и поглощений / А.О. Анохина, Я.Я. Иванова, Д.А. Сизова, Т.В. Сизова. – DOI 10.34925/EIP.2022.139.2.030. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2022. – № 2 (139). – С. 171–176.

21. Восканян, Р.О. Анализ российского рынка слияний и поглощений / Р.О. Восканян. – Текст : непосредственный // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, № 10. – С. 2373–2390.

22. Гармашов, Г.В. Сделки «слияния и поглощения» в российской и зарубежной практике (корпоративно-правовые аспекты) / Г.В. Гармашов, Д.В. Носов. – Текст : непосредственный // Противоречия и тенденции развития современного российского общества : сборник научных статей межрегиональной научно-практической конференции, Сергиев Посад, 22 апреля 2024 года. – Москва : Московский университет им. С.Ю. Витте, 2024. – С. 62–74.

23. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан ; [перевод с английского А. Шматова]. – Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 740 с. – (Библиотека компании M&A Appraisal). – ISBN 5-9614-0048-4. – Текст : непосредственный.

24. Грачев, В.А. Враждебные поглощения: типология и методы защиты / В.А. Грачев. – Текст : непосредственный // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. – 2006. – № 7 (26). – С. 6–9.

25. Григорьева, С.А. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала / С.А. Григорьева, А.Ю. Гринченко. – Текст : электронный // Корпоративные финансы. – 2013. – № 4. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-v-finansovom-sektore-na-stoimost-kompaniy-pokupateley-na-razvivayuschih-sya-rynках-kapitala> (дата обращения: 07.03.2025).

26. Григорьева, С.А. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала / С.А. Григорьева, П.В. Троицкий. – Текст : электронный // Корпоративные финансы. – 2012. – № 3. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-operatsionnuyu-effektivnost-kompaniy-na-razvivayuschih-sya-rynках-kapitala> (дата обращения: 07.04.2025).

27. Григорьева, С.А. Оценка эффективности международных сделок слияний и поглощений российских компаний / С.А. Григорьева. – Текст : непосредственный // Корпоративные финансы. – 2015. – Т. 9, № 1. – С. 41–56.

28. Григорьева, С.А. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на растущих рынках капитала: на примере стран БРИКС : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Григорьева Светлана Александровна. – Москва, 2015. – 26 с. – Текст : непосредственный.

29. Грохотова, Н.В. Слияние: мотивы, виды и последствия / Н.В. Грохотова, К.С. Смыкова. – Текст : непосредственный // Развитие академических связей в области образования и науки : материалы Одиннадцатой международной научно-практической конференции, Братск, 18 декабря 2020 года. – Иркутск : Байкальский государственный университет, 2021. – С. 26–31.

30. Денисов, М.В. Методы мониторинга и контроллинга при управлении трансграничными сделками слияний и поглощений / М.В. Денисов. – DOI 10.36871/ek.ur.p.r.2025.03.08.007. – Текст : непосредственный // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – Т. 8, № 3 (156). – С. 71–80.

31. Дженсен, М.К. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности : [перевод с английского] / М.К. Дженсен, У.Х. Меклинг. – Текст : непосредственный // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2004. – № 4. – С. 118–191.

32. Динз, Г. К победе через слияния. Как обратить отраслевую консолидацию себе на пользу : [перевод с английского] / Г. Динз, Ф. Крюгер, С. Зайзель. – Москва : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 252 с. – ISBN 5-9614-0084-0. – Текст : непосредственный.

33. Долова, О.А. Особенности слияний и поглощений в банковском секторе / О.А. Долова, С.М. Тхамокова. – Текст : непосредственный // Цифровая экономика: проблемы и перспективы развития : сборник научных статей 5-й Всероссийской научно-практической конференции, Курск, 15 декабря 2023 года. – Курск : Университетская книга, 2023. – С. 188–122.

34. Ефимова, О.В. ESG-анализ в системе инвестиционной оценки бизнеса / О.В. Ефимова. – Текст : электронный // Вестник ВГУ. Серия: Экономика и управление. – 2025. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/esg-analiz-v-sisteme-investitsionnoy-otsenki-biznesa> (дата обращения: 05.08.2025).

35. Зайнуллина, М.Р. Управление слияниями и поглощениями в корпоративном секторе : учебное пособие / М.Р. Зайнуллина. – Казань : Изд-во Казан. ун-та, 2015. – 140 с. – Текст : непосредственный.

36. Запунная, В.А. Анализ и оценка синергетического эффекта от слияния компаний Nokia и Microsoft / В.А. Запунная. – Текст : электронный // Стратегии бизнеса. – 2014. – № 2 (4). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-i-otsenka-sinergeticheskogo-effekta-ot-sliyaniya-kompaniy-nokia-i-microsoft> (дата обращения: 03.08.2025).

37. Ибрагимова, А.Н. Особенности проведения сделок по слияниям и поглощениям на российском рынке капитала / А.Н. Ибрагимова. – Текст : непосредственный // Финансовая экономика. – 2019. – № 4. – С. 1184–1189.

38. Иванченко, В.А. Перспектива развития сделок M&A на внутреннем рынке. Влияние сделок M&A на доходную часть бюджета Алтайского края / В.А. Иванченко, С.В. Лепешкина. – Текст : непосредственный // Экономическое развитие региона: управление, инновации, подготовка кадров. – 2020. – № 7. – С. 149–154.

39. Ивашковская, И. Слияния и поглощения. Ловушки роста / И. Ивашковская. – Текст : непосредственный // Корпоративные финансы. – 2004. – № 38.

40. Игнатишин, Ю. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю. Игнатишин. – Москва [и др.] : Питер, 2005. – 201 с. – ISBN 5-469-00912-2. – Текст : непосредственный.

41. Игнатов, С.Н. Тенденции развития рынка слияний и поглощений в современных турбулентных условиях / С.Н. Игнатов. – DOI 10.18334/err.13.12.120149. – Текст : непосредственный // Экономика, предпринимательство и право. – 2023. – Т. 13, № 12. – С. 5409–5422.

42. Игнатович, Е.А. Сделки по слиянию и поглощению в Республике Беларусь / Е.А. Игнатович. – Текст : непосредственный // Гуманитарные исследования в цифровую эпоху: вызовы и трансформации : сборник научных статей. – Москва : СТК-Пресс, 2025. – С. 179–182. – EDN TMJCHV.

43. Изменение стоимости сделок слияний и поглощений (M&A) в мире в 2024 году по регионам и странам / Wall Street Journal. – URL: <https://www.statista.com/statistics/286326/change-in-manda-deal-value-worldwide/> (дата обращения: 21.01.2025). – Текст : электронный.

44. Ильина, Г.Н. Взаимосвязь слияний и поглощений с жизненным циклом компаний / Г.Н. Ильина, О.В. Дорохина. – Текст : электронный // Теория и практика общественного развития. – 2015. – № 7. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vzaimosvyaz-sliyaniy-i-pogloscheniy-s-zhiznennym-tsiklom-kompaniy> (дата обращения: 03.08.2025).

45. Итоги российского рынка M&A. – URL: <https://mergers.akm.ru/> (дата обращения: 23.04.2026). – Текст : электронный.

46. К вопросу об управлении сценариями сделок M&A / К.В. Садыкова, Е.Б. Осипова, Д.Е. Стюрина, М.С. Гордиенко. – Текст : непосредственный // Транспортное дело России. – 2018. – № 6. – С. 129–131.

47. Калашников, Г. Слияние и поглощение акционерных обществ по праву / Г. Калашников, Т. Шарипов. – Текст : непосредственный // ЕС и России: процедурные вопросы. – 2005. – № 2 (24).

48. Каплан, С. Оценка стоимости компании: метод DCF / С. Каплан, Р. Рубах. – Текст : непосредственный // Journal of Finance. – 1995.

49. Климашева, А.Д. Сущность и виды сделок слияний и поглощений / А.Д. Климашева. – Текст : непосредственный // Вектор экономики. – 2019. – № 1 (31).

50. Климашева, А.Д. Цели и результаты осуществления сделок M&A / А.Д. Климашева. – Текст : непосредственный // Вектор экономики. – 2019. – № 1 (31).

51. Кныш, М.И. Стратегическое управление корпорацией / М.И. Кныш. – Санкт-Петербург : КультИнформПресс, 2002. – 239 с. – ISBN 5-238-00923-2. – Текст : непосредственный.

52. Князева, И.В. Мотивационная роль ESG-фактора при сделках экономической концентрации. Современная конкуренция / И.В. Князева, А.Е. Бойко. – DOI 10.37791/2687-0657-2023-17-5-41-52. – Текст : непосредственный // Journal of Modern Competition. – 2023. – № 17 (5). С. 41–52.

53. Коваленко, Е.В. Влияние использования цифровых технологий на активность российских компаний на рынке сделок M&A / Е.В. Коваленко, В.В. Попов. – Текст : непосредственный // Российские регионы в фокусе перемен : сборник докладов XVI Международной конференции, Екатеринбург, 18–20 ноября 2021 года. – Т. 1. – Екатеринбург : Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б.Н. Ельцина, 2022. – С. 306–312.

54. Козлов, А.В. Факторы эффективности процессов слияний и поглощений: исследование российской практики / А.В. Козлов, Д.В. Тупикова. – Текст : непосредственный // π-Economy. – 2015. – № 6. – С. 233–248.

55. Козлов, Р. Риски слияний и поглощений / Р. Козлов. – Текст : непосредственный // Акционерное общество. – 2024. – № 6 (13). – С. 34–43.

56. Количество завершенных внутренних и трансграничных сделок слияний и поглощений с участием компаний из материкового Китая в период с 2012 года по первую половину 2024 года. – URL: <https://www.statista.com/statistics/987735/china-number-of-announced-company-takeovers/> (дата обращения: 03.08.2025). – Текст : электронный.

57. Количество объявленных сделок M&A в Китае с 2015 по 2024 год. – URL: <https://www.statista.com/statistics/1120339/china-announced-outbound-merger-and-acquisition-deals-volume/> (дата обращения: 03.08.2025). – Текст : электронный.

58. Количество сделок слияний и поглощений (M&A) в Европе с 1985 по 2024 год / Институт слияний, поглощений и альянсов (ИМАА). – URL: <https://www.statista.com/statistics/1113305/number-of-european-merger-and-acquisition-deals/> (дата обращения: 24.03.2025). – Текст : электронный.

59. Количество сделок слияний и поглощений (M&A) в Южной Америке с 1985 по 2024 год / Институт слияний, поглощений и альянсов (ИМАА). – URL: <https://www.statista.com/statistics/729424/number-mergers-acquisitions-latin-america/> (дата обращения: 24.03.2025). – Текст : электронный.

60. Количество сделок слияний и поглощений (M&A) на Ближнем Востоке и в Северной Африке (MENA) с 1990 по 2024 год / Институт слияний, поглощений и альянсов (ИМАА). – URL: <https://www.statista.com/statistics/977125/merger-and-acquisition-deal-volume-in-the-middle-east-and-north-africa/> (дата обращения: 24.03.2025). – Текст : электронный.

61. Количество сделок слияния и поглощения (M&A) в США в 4-м квартале 2024 года по отраслям. – URL: <https://www.statista.com/statistics/246750/number-of-munda-deals-in-the-united-states/> (дата обращения: 03.08.2025). – Текст : электронный.

62. Комова, Ю.В. Деловая репутация как особый нематериальный актив и ее роль в формировании рыночной стоимости бизнеса / Ю.В. Комова, А.А. Юдин, Т.В. Тарабукина. – DOI 10.55186/2413046X\_2023\_8\_8\_419. – Текст : непосредственный // Московский экономический журнал. – 2023. – Т. 8, № 8.

63. Коптелов, О.В. Особенности слияний и поглощений в транзитивной экономике России : специальность 08.00.01 «Экономическая теория» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Коптелов Олег Васильевич. – Челябинск, 2007. – 134 с. – Текст : непосредственный.

64. Костюкова, А.С. Анализ факторов, влияющих на сделки слияний и поглощений в России / А.С. Костюкова. – Текст : непосредственный // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2020. – № 4-1 (62). – С. 165–170.

65. Котова, Л.Р. Управление человеческими ресурсами в условиях слияния и поглощения компаний (проблемы мотивации и стимулирования сотрудников) / Л.Р. Котова. – Текст : непосредственный // Нормирование и оплата труда в промышленности. – 2015. – № 7. – С. 38–44. – EDN UHQEJD.

66. Кочеткова, А.И. Синергия в стратегическом менеджменте / А.И. Кочеткова. – 2025. – URL: <https://bigenc.ru/c/sinergiaia-v-strategicheskom-menedzhmente-314fe6> (дата обращения: 03.04.2026). – Текст : электронный.

67. Кроили, Р. Экономическая прибыль и синергия в М&А / Р. Кроили, С. Майерс. – Текст : непосредственный // *Journal of Financial Economics*. – 1998.

68. Крупнейшие сделки слияний и поглощений (М&А) в Африке и на Ближнем Востоке в 2024 году (в млн долларов США) / *Wall Street Journal*. – URL: <https://www.statista.com/statistics/387772/largest-manda-deals-africa-and-middle-east-by-transaction-value/> (дата обращения: 21.01.2025). – Текст : электронный.

69. Крупнейшие сделки слияний и поглощений (М&А) в Европе в 2024 году (в млн долларов США) / *Statista*. – URL: <https://www.statista.com/statistics/410324/main-manda-inbound-deals-in-europe-by-value/> (дата обращения: 14.11.2025). – Текст : электронный.

70. Крупнейшие сделки слияний и поглощений (М&А) в Латинской Америке в 2024 году (в млн долларов США) / *Wall Street Journal*. – URL: <https://www.statista.com/statistics/408444/largest-manda-deals-latin-america/> (дата обращения: 21.01.2025). – Текст : электронный.

71. Крупнейшие слияния и поглощения в фармацевтической отрасли в истории мира к началу 2024 года (в млрд долларов США) / *Statista*. – URL: <https://www.statista.com/statistics/518674/largest-mergers-acquisitions-pharmaceutical/> (дата обращения: 14.11.2025). – Текст : электронный.

72. Крылов, Д.М. Факторы, влияющие на эффективность сделок слияний и поглощений / Д.М. Крылов. – Текст : непосредственный // *Горизонты экономики*. – 2017. – № 4 (37). – С. 79–83.

73. Крылов, Н.Н. Роль международных слияний и поглощений в корпоративной интеграции / Н.Н. Крылов, С.Ю. Хут. – Текст : непосредственный // *Социально-экономическое развитие региона в контексте обеспечения экономической безопасности : [сборник материалов Международной научно-практической конференции научно-педагогических работников, магистрантов и студентов, Краснодар, 10 марта 2022 года]*. – Краснодар : ФГБУ «Российское

энергетическое агентство» Минэнерго России Краснодарский ЦНТИ – филиал ФГБУ «РЭА» Минэнерго России, 2022. – С. 61–66.

74. Кэй, А. Человеческий фактор в слияниях / А. Кэй, М. Шелтон. – Текст : непосредственный // Вестник McKinsey. – 2003. – № 2 (4). – С. 54–62.

75. Латыпова, С.И. Этапы слияний и поглощений компаний / С.И. Латыпова. – Текст : непосредственный // Современные наукоемкие технологии. – 2016. – № 7. – С. 104–106.

76. Лащук, Т. Эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке в нефтегазовой и энергетической отраслях / Т. Лащук, М. Василевский, Е. Филатова. – DOI 10.17323/j.jcfr.2023-0438.17.4.2023.38-58. – Текст : непосредственный // Корпоративные финансы. – 2023. – Т. 17, № 4. – С. 38–58. – EDN VUPQVA.

77. Логинова, А.О. Влияние ESG-факторов на рынок M&A / А.О. Логинова. – Текст : непосредственный // Актуальные исследования. – 2022. – № 31 (110). – С. 48–51.

78. Лысенко, Д.В. Анализ эффективности слияний и поглощений / Д.В. Лысенко. – Текст : непосредственный // Аудит и финансовый анализ. – 2016. – № 4.

79. Лысенко, Д.В. Использование методов экономического анализа в финансовом менеджменте (в условиях экономического кризиса) / Д. В. Лысенко. – Текст : непосредственный // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 4. – С. 184–226. – EDN KVCYPR.

80. Лысенко, Д.В. Концептуальные подходы к управлению эффективностью деятельности и принятию управленческих решений / Д.В. Лысенко. – Текст : непосредственный // Аудит и финансовый анализ. – 2012. – № 1. – С. 270–283. – EDN OWXPNH.

81. Майерс, С.К. Факторы, определяющие корпоративное заимствование / С.К. Майерс. – Текст : непосредственный // Журнал финансовой экономики. – 1977. – Т. 5, № 2. – С. 147–175.

82. Малеев, М.Ю. Анализ успешности сделок M&A в России / М.Ю. Малеев. – Текст : непосредственный // Modern Economy Success. – 2025. – № 5. – С. 285–290. – EDN GXGLKC.

83. Малыгина, У.Э. Использование моделей реальных опционов для оценки синергетического эффекта сделки M&A на примере приобретения Salesforce компании Tableau / У.Э. Малыгина. – Текст : непосредственный // Актуальные проблемы науки и образования в условиях современных вызовов : сборник материалов X Международной научно-практической конференции, Москва, 21 апреля 2022 года / редколлегия: Л.К. Гуриева [и др.]. – Москва : Алеф, 2022. – С. 176–182.

84. Маняева, В.А. Обзор российского рынка M&A в нефтегазовом секторе / В.А. Маняева, А.В. Елизарова. – DOI 10.46554/Russian.science-2022.02-2-86/90. – Текст : непосредственный // Российская наука: актуальные исследования и разработки : сборник научных статей XIII Всероссийской научно-практической конференции, Самара, 08 февраля 2022 года. В 2 частях / редколлегия: С.И. Ашмарина, В.А. Пискунов (ответственные редакторы) [и др.]. – Ч. 2. – Самара : Самарский государственный экономический университет, 2022. – С. 86–90.

85. Марковская, Е.И. Анализ и оценка эффектов синергии в сделках слияний и поглощений на основе кластерного подхода / Е.И. Марковская, Е.М. Петров. – Текст : непосредственный // Финансы и бизнес. – 2019. – Т. 15, № 4. С. 122–152.

86. Масленникова, Л.В. Глобализация и санкционное давление: роль сделок M&A в укреплении энергетической безопасности / Л.В. Масленникова, А.А. Казарян. – Текст : непосредственный // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 10. – С. 619–623.

87. Медведева, А.А. Анализ эффективности сделок слияний и поглощений в секторе телекоммуникаций / А.А. Медведева. – Текст : электронный // Научные записки молодых исследователей. – 2016. – № 1. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-effektivnosti-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-v-sektore-telekommunikatsiy> (дата обращения: 07.04.2025).

88. Меньшиков, Е.В. Способы финансирования сделок слияний и поглощений: теоретические основы / Е.В. Меньшиков. – Текст : электронный // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2021. – № 6-2. – С. 213–219. – URL: <https://vaael.ru/ru/article/view?id=1767> (дата обращения: 03.08.2025).

89. Новикова, О.В. Стандартизация сделок M&A в США и Европе: эмпирические исследования и концептуальный анализ / О.В. Новикова. – DOI 10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143. – Текст : непосредственный // Lex Russica (Русский закон). – 2021. – Т. 74, № 9 (178). – С. 131–143.

90. Норт, Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт. – Москва : Фонд экономической книги, 2013. – Текст : непосредственный.

91. Обзор российского рынка M&A: итоги 2023 года : аналитический отчет / КЕРТ. – Москва : КЕРТ, 2024. – 68 с. – URL: <https://kept.ru/research/market-reports/merger-market-russia-2023> (дата обращения: 10.03.2024). – Текст : электронный.

92. Объем сделок слияния и поглощения в России упал до минимума за пять лет. – Текст : электронный // Коммерсант : [сетевое издание]. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/8180879> (дата обращения: 10.03.2025).

93. Овчинникова, Л.С. Особенности рынков слияний и поглощений на примере России и Китая / Л.С. Овчинникова. – Текст : непосредственный // Международная торговля и торговая политика. – 2019. – № 3.

94. Осипов, А.Н. Защита хозяйствующих субъектов от враждебных слияний и поглощений / А.Н. Осипов. – Текст : непосредственный // XXXV международные Плехановские чтения : сборник статей дипломантов, Москва, 22–24 марта 2022 года. – Москва : Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, 2022. – С. 341–346.

95. Оценка стоимости бизнеса : учебник / под редакцией М.А. Эскиндарова, М.А. Федотовой. – Москва : КНОРУС, 2016. – 320 с. – ISBN 978-5-406-04745-3. – Текст : непосредственный.

96. Пирогов, А.М. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений / А.М. Пирогов. – Текст : непосредственный // Корпоративные финансы. – 2007. – № 1. – С. 55–69.

97. Плаксина, Н.Е. Современный отечественный рынок слияний и поглощений / Н.Е. Плаксина, О.Ю. Кузьмина. – DOI 10.18411/trnio-06-2022-187. – Текст : непосредственный // Тенденции развития науки и образования. – 2022. – № 86-5. – С. 8–10.

98. Платицина, К.Ю. Анализ и оценка функционирования международного рынка сделок M&A / К.Ю. Платицина. – Текст : непосредственный // Актуальные вопросы современной экономики. – 2022. – № 5. – С. 367–376.

99. Плотников, А.В. Корпоративное управление: модели, интегрированные структуры, слияния и поглощения : монография / А.В. Плотников ; Пермский аграрно-технологический университет имени академика Д.Н. Прянишникова. – Пермь : ИПЦ «ПрокростЪ», 2020. – 247 с. – ISBN 978-5-94279-483-5. – Текст : непосредственный.

100. Портнова, В. Особенности слияний и поглощений компаний в современной России / В. Портнова. – Лондон, 2006. – 62 с. – ISBN 5-9626-0019-3. – Текст : непосредственный.

101. Радыгин, А. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления / А. Радыгин, Р. Энтов, И.В. Межеранус. – Москва : Институт экономики переходного периода, 2003. – 162 с. – ISBN 978-0-07-288364-0. – Текст : непосредственный.

102. Радыгин, А.Д. Слияния и поглощения в корпоративном секторе / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. – Москва : Дело, 2022. – Текст : непосредственный.

103. Различия между кодексами SIC Compustat и CRSP и связанные с ними последствия для исследований / Д. Гюнтер [и др.]. – Текст : непосредственный // Журнал бухгалтерского учета и экономики. – 1994.

104. Региональное распределение объявленной стоимости исходящих сделок M&A, заключенных компаниями из Китая в период с 2015 по 2024 год (в млрд долларов США). – URL: <https://www.statista.com/statistics/1120217/china-outbound->

mergers-and-acquisitions-deals-distribution-by-region/ (дата обращения: 22.04.2026). – Текст : электронный.

105. Родина, Э.О. Слияния и поглощения на российском рынке в условиях современных кризисов / Э.О. Родина, С.В. Шабаева. – Текст : непосредственный // Актуальные проблемы экономики и права : сборник трудов. – Киров : Межрегиональный центр инновационных технологий в образовании, 2024. – С. 84–93.

106. Российский рынок М&А: как изменилась активность в 2025 году. – URL: <https://bzbroker.ru/potoksss/tpost/cakosroey1-rossiiskii-rinok-mampa-kak-izmenilas-akt> (дата обращения: 22.04.2026). – Текст : электронный.

107. Рукавишников, Д.С. Перспективы российского рынка слияний и поглощений в условиях экономической неопределенности / Д.С. Рукавишников. – Текст : непосредственный // Управленческое консультирование. – 2018. – № 6. – С. 149–154.

108. Рынок слияний и поглощений: история и современные тенденции развития / О.А. Бодрикова, Ю.В. Чемоданова, Е.Д. Новоспасская [и др.]. – DOI 10.34925/EIP.2021.128.3.049. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2021. – № 3 (128). – С. 270–273.

109. Рюмин, В.Э. Сделки М&А в корпоративном управлении как инструмент увеличения масштаба бизнеса / В.Э. Рюмин, Е.К. Булгакова, Э.С. Боронина. – Текст : непосредственный // Интеллектуальный потенциал Сибири : сборник научных трудов 29-й Региональной научной студенческой конференции, посвященной Году науки и технологий в России, Новосибирск, 17–21 мая 2021 года / под редакцией Д.О. Соколовой. – Ч. 1. – Новосибирск : Новосибирский государственный технический университет, 2021. – С. 16–18.

110. Садыкова, К.В. К вопросу об особенностях М&А-менеджмента / К.В. Садыкова, Е.С. Бирюков. – DOI 10.21686/2413-2829-2020-4-181-186. – Текст : непосредственный // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2020. – Т. 17, № 4 (112). – С. 181–186.

111. Саломатина, С.Ю. Российский рынок сделок слияний и поглощений нефтегазовой отрасли: тенденции и перспективы / С. Ю. Саломатина. – DOI 10.46554/Russian.science-2021.09-2-172/176. – Текст : непосредственный // Российская наука: актуальные исследования и разработки : сборник научных статей XII Всероссийской научно-практической конференции, Самара, 23 сентября 2021 года. – Ч. 2. – Самара : Самарский государственный экономический университет, 2021. – С. 172–176.

112. Сандлер, Е.Д. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений на основе финансовых показателей компаний: на примере нефтегазового и металлургического секторов в РФ / Е.Д. Сандлер, А.В. Ковалевская. – Текст : непосредственный // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2021. – Т. 11, № 1А. – С. 370–379.

113. Саратовский, А.Д. Международные волны сделок слияний и поглощений / А.Д. Саратовский. – Текст : непосредственный // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. – 2015. – № 1.

114. Семернина, Ю.В. Направления развития акционерного финансирования при совершении сделок в сфере слияний и поглощений / Ю.В. Семернина, А.В. Якунина, С.В. Якунин. – Текст : электронный // Вестник Академии знаний. – 2020. – № 3 (38). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/napravleniya-razvitiya-aktsionernogo-finansirovaniya-pri-sovershenii-sdelok-v-sfere-sliyanii-i-pogloscheniy> (дата обращения: 14.09.2025).

115. Семь волн, три десятилетия и один вопрос: куда движется рынок M&A в России? – URL: <https://iq-media.ru/business/rossiyskiy-rynok-sliyanii-i-pogloscheniy-novaya-real-nost-ili-vynuzhdennaya-aktivnost> (дата обращения: 14.09.2025). – Текст : электронный.

116. Сидоров, Д.И. Сравнительно-правовой анализ форм слияний и присоединений корпораций в России и зарубежных странах / Д.И. Сидоров. – Текст : непосредственный // Правовая позиция. – 2025. – № 6 (67). – С. 86–90.

117. Скотт, М.К. Факторы стоимости : Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М.К. Скотт ; [перевод с английского

А.Н. Исаенко]. – Москва : Олимп-бизнес, 2000. – 427 с. – (Мастерство). – ISBN 5-901028-13-9. – Текст : непосредственный.

118. Слияния и поглощения – Северная Америка. – URL: <https://www.statista.com/outlook/fmo/corporate-finance/mergers-and-acquisitions/north-america> (дата обращения: 14.09.2025). – Текст : электронный.

119. Слияния и поглощения в АПК как фактор повышения его эффективности в условиях трансформации экономики / А.В. Носов, О.А. Тагирова, М.Ю. Федотова [и др.]. – DOI 10.36461/NP.2024.70.2.016. – Текст : непосредственный // Нива Поволжья. – 2024. – № 2 (70).

120. Слияния и поглощения: 10 факторов успеха. – URL: <https://big-i.ru/management/strategiya/sliyaniya-i-pogloshcheniya-10-faktorov-uspekha/> (дата обращения: 14.09.2025). – Текст : электронный.

121. Советы консультанта: секреты успешных слияний и поглощений. – URL: <https://www.klerk.ru/boss/articles/18484/> (дата обращения: 14.09.2025). – Текст : электронный.

122. Стиглер, Дж. Совершенная конкуренция: исторический ракурс / Дж. Стиглер ; перевод Л.С. Горшковой. – Текст : непосредственный // Вехи экономической мысли : хрестоматия / сост. и общ. ред. В.М. Гальперина. – Санкт-Петербург : Экономическая школа ; Москва : ГУ-ВШЭ : ТЕИС. – Т. 2 : Теория фирмы / общ. ред. и сост. В.М. Гальперина. – Санкт-Петербург : Экономическая школа, 1999. – (Б-ка «Экономической школы», вып. 27).

123. Стоимость объявленных сделок слияний и поглощений с участием компаний из Большого Китая в период с 2012 по 2024 год (в млрд долларов США). – URL: <https://www.statista.com/statistics/1118499/value-of-announced-company-takeovers-with-chinese-participation/> (дата обращения: 14.09.2025). – Текст : электронный.

124. Стоимость объявленных сделок слияний и поглощений, совершенных иностранными стратегическими покупателями в Большом Китае с 2015 по 2024 год (в млрд долларов США). – URL: <https://www.statista.com/statistics/1120189/greater->

china-value-of-announced-company-takeovers-of-strategic-buyers/ (дата обращения: 13.02.2025). – Текст : электронный.

125. Стоимость сделок слияний и поглощений (M&A) в Великобритании в 2024 году по отраслям (в млрд долларов США) / White & Case. – URL: <https://www.statista.com/statistics/807777/merger-acquisition-deal-value-announced-united-kingdom/> (дата обращения: 20.02.2025). – Текст : электронный.

126. Стоимость сделок слияний и поглощений (M&A) в Великобритании с 2018 по 2024 год, по городам и регионам (в млрд фунтов стерлингов) / Experian. – URL: <https://www.statista.com/statistics/411119/uk-m-and-a-deal-value-by-region/> (дата обращения: 13.02.2025). – Текст : электронный.

127. Суровая, Ю.Б. Защита публично-правовых интересов при совершении M&A сделок с лицами недружественных государств / Ю.Б. Суровая. – Текст : непосредственный // Новеллы права, образования, экономики и управления : материалы X Международной научно-практической конференции, Гатчина, 22 ноября 2024 года. – Гатчина : Государственный институт экономики, финансов, права и технологий, 2025. – С. 231–234. – EDN GFGVVT.

128. Темукуева, Ж.Х. Подходы к анализу эффективности сделок слияний и поглощений: преимущества и недостатки / Ж.Х. Темукуева. – Текст : непосредственный // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. – 2023. – № 2. – С. 285–287.

129. Федоров, А.М. Особенности коллизионного регулирования трансграничных сделок слияния и поглощения / А.М. Федоров. – DOI 10.34076/2658-512X-2020-4-142-154. – Текст : непосредственный // Уральский журнал правовых исследований. – 2020. – № 4 (11). – С. 142–154.

130. Хитушко, Б.П. Анализ рынка слияния и поглощения предприятий / Б.П. Хитушко, Т.В. Васильева. – Текст : непосредственный // Потенциал российской экономики и инновационные пути его реализации : материалы международной научно-практической конференции студентов и аспирантов, Омск, 19 апреля 2018 года. В 2 частях / под редакцией В.А. Ковалева и А.И. Ковалева. –

Ч. 1. – Омск : Омский филиал Финансового университета при Правительстве РФ, 2018. – С. 179–182.

131. Хусаинов, З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика / З.И. Хусаинов. – Текст : непосредственный // Корпоративные финансы. – 2008. – № 1 (5). – С. 12–33.

132. Чадина, Е.В. Оценка сделок M&A на основе влияния ESG-параметров на стоимость компаний / Е.В. Чадина, А.М. Губернаторов. – Текст : непосредственный // Финансовые рынки и банки. – 2025. – № 12. – С. 222–225.

133. Чадина, Е.В. Процессы сделок слияний и поглощений компаний и их результаты / Е.В. Чадина. – Текст : непосредственный // Журнал прикладных исследований. – 2021. – № 4-3. – С. 17–21.

134. Чадина, Е.В. Слияние и поглощение компаний, классификации сделок и методы их оценивания / Е.В. Чадина. – Текст : непосредственный // Журнал прикладных исследований. – 2022. – № 7-3. – С. 238–244.

135. Чапенко, А.А. Анализ покупки торговой марки Pringles американской корпорацией Kellogg's / А.А. Чапенко. – DOI 10.24411/2411-0450-2019-11279. – Текст : непосредственный // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2019. – № 10-2 (56). – С. 151–154.

136. Шесть основных методов оценки компании. – URL: <https://blog.sf.education/6-osnovnyh-metodov-oczenki-kompanii/> (дата обращения: 20.04.2026). – Текст : электронный.

137. Шматков, Л.М. Сделки слияния и поглощения: роль в социально-экономическом развитии / Л.М. Шматков. – DOI 10.24412/2411-0450-2024-6-2-180-191. – Текст : непосредственный // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2024. – № 6-2 (112). – С. 180–191. – EDN JNOUWF.

138. Шогенов, Б.А. Проблемы понимания эффекта синергии в сделках по слиянию и поглощению / Б.А. Шогенов, Ж.Х. Темукуева. – Текст : непосредственный // Наука, образование и бизнес: новый взгляд или стратегия интеграционного взаимодействия : сборник научных трудов по материалам II Международной научно-практической конференции, посвященной памяти

первого Президента Кабардино-Балкарской Республики Валерия Мухамедовича Кокова, Нальчик, 20–22 октября 2022 года. – Ч. 1. – Нальчик : Кабардино-Балкарский государственный аграрный университет имени В.М. Кокова, 2022. – С. 157–160.

139. Шогенов, Б.А. Теоретические аспекты анализа факторов создания инвестиционной стоимости компании в сделках по слиянию и поглощению / Б.А. Шогенов, Ж.Х. Темукуева. – Текст : непосредственный // Наука, образование и бизнес: новый взгляд или стратегия интеграционного взаимодействия : сборник научных трудов по материалам II Международной научно-практической конференции, посвященной памяти первого Президента Кабардино-Балкарской Республики Валерия Мухамедовича Кокова, Нальчик, 20–22 октября 2022 года. – Ч. 1. – Нальчик : Кабардино-Балкарский государственный аграрный университет имени В.М. Кокова, 2022. – С. 160–163.

140. Штефан, М.А. Эконометрическая оценка влияния финансового положения компании-покупателя на эффективность сделок М&А (на примере фармацевтической отрасли) / М.А. Штефан, В.И. Шубина. – Текст : непосредственный // Вестник Московского университета. Сер. 6, Экономика. – 2020. – № 1. – С. 62–80.

141. Эванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях : [перевод с английского] / Ф. Эванс, Д. Бишоп. – Москва : Альпина Бизнес Букс, 2024. – 332 с. – ISBN 0-471-41101-9. – Текст : непосредственный.

142. АК&М : информационное агентство : официальный сайт. – URL: <https://mergers.akm.ru/> (дата обращения: 23.04.2026). – Текст : электронный.

143. М&А-активность в период 2022–2024 гг. Итоги, факты, тренды. – URL: <https://mv.legal/articles/sliyaniya-i-pogloshcheniya-v-2025-godu-novye-trendy-riski-i-strategii/> (дата обращения: 16.04.2026). – Текст : электронный.

**Литература на иностранном языке**

144. Acquisition behavior of U.S. manufacturing firms, 1946–1965 / H.I. Ansoff, R.G. Brandenburg, F.E. Portner, R. Radosevich. – Nashville : Vanderbilt University Press, 1971. – 146 p. – Text : unmediated.

145. Bank mergers and acquisitions in the euro area: drivers and implications for bank performance / I. Figueiras, S. Gardó, M. Grodzicki [et al.]. – Text : unmediated // Financial Stability Review. – 2021.

146. Berle, A.A. The Modern Corporation and Private Property / A.A. Berle, G.C. Means. – 2nd ed. – New York : Harcourt, Brace and World, 1967. – ISBN 0-88738-887-6. – Text : unmediated.

147. Blanchard, O. What do firms do with cash windfalls? / O. Blanchard, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. – Text : unmediated // Journal of Financial Economics. – 1994. – Vol. 36, Issue 3. – Pp. 337–360.

148. Bruner, R.F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker / R.F. Bruner. – Text : unmediated // Journal of Applied Finance. – 2002. – Vol. 12, No. 1. – Pp. 48–68.

149. Bunich, G.A. Factors and trends in the development of the global mergers and acquisitions market / G.A. Bunich, A. Arjevanidze. – DOI 10.34925/EIP.2025.180.7.057. – Text : unmediated // Economics and entrepreneurship. – 2025. – No. 7 (180). – Pp. 344–349. – EDN TDAVJB.

150. Clark, J.A. Economies of Scale and Scope at Depository Institution: a review of the literature / J.A. Clark. – Text : unmediated // Economic Review. – 1988. – Pp. 16–33.

151. Devos, E. How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies / E. Devos, P.-R. Kadapakkam, S. Krishnamurthy. – Text : unmediated // Review of Financial Studies. – 2009.

152. Does corporate performance improve after mergers? / P.M. Healy, K.G. Palepu, R.S. Ruback. – Text : unmediated // Journal of Financial Economics. – 1992. – Vol. 31, Issue 2. – Pp. 135–175.

153. Fama, E. Agency Problems and the Theory of Firms / E. Fama. – Text : unmediated // Journal of Political Economy. – 1980. – Vol. 88. – Pp. 288–307.

154. From start-up to acquisition: Implications of financial investment trends for small- to medium-sized high-tech enterprises / K.C. Irwin, C.M. Gilstrap, P.L. Drnevich, Ch.M. Tudor. – Text : unmediated // Journal of Small Business Strategy. – 2019. – Vol. 29, No. 2. – Pp. 22–43.

155. Gaughan, P.A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings / P.A. Gaughan. – 7th ed. – New York : Wiley, 2018. – 672 p. – Text : unmediated.

156. Global M&A Industry Trends: 2025 Outlook / AK&M. – 2025. – URL: <https://www.akm.ru/eng/news/ak-amp-m-has-released-the-results-of-the-m-amp-a-market-with-russian-assets-for-the-third-quarter/> (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

157. Global M&A Report 2024 / Bain & Company. – 2024. – URL: <https://www.bain.com/> (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

158. Gupta I. A Study on Impact of Merger and Acquisition on Financial Performance of Agri-Food Companies / I. Gupta, T.V. Raman. – DOI 10.26794/2587-5671-2022-26-2-38-47. – Text : unmediated // Finance: Theory and Practice. – 2022. – Vol. 26, No. 2. – Pp. 38–47.

159. Gussoni, M. Corporate branding strategies in mergers and acquisitions / M. Gussoni, A. Mangani. – Text : unmediated // Journal of Brand Management. – 2012. – Vol. 20. – Pp. 412–462.

160. Hannan, T.H. Returns to Bidders and Targets in the Acquisitions Process / T.H. Hannan, J.D. Wolken. – Text : unmediated // Journal of Financial Services Research. – 1989. – No. 3. – Pp. 5–16.

161. Haspeslagh, P.C. Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal / P.C. Haspeslagh, D.B. Jemison. – Free Press, 1991. – 328 p. – Text : unmediated.

162. Healy, P.M. Does corporate performance improve after mergers? / P.M. Healy, K.G. Palepu, R.S. Ruback. – Text : unmediated // Journal of Financial Economics. – 1992. – No. 31. – Pp. 135–175.

163. Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance / A. Borodin, Z. Sayabek, G. Islyam, G. Panaedova. – Text : unmediated // Journal of International Studies. – 2020.
164. Innovation and Human Capital Integration in Tech M&A / Graf M. [et al.]. – Text : unmediated // Strategic Management Journal. – 2022.
165. Jensen, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers / M.C. Jensen. – Text : unmediated // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76, No. 2. – Pp. 323–329.
166. Jensen, M.C. Foundations of Organizational Strategy / M.C. Jensen. – Harvard University Press, 1998. – Text : unmediated.
167. Kaul, A. A Capabilities-Based Perspective on Target Selection / A. Kaul, B. Wu. – Text : unmediated // Organization Science. – 2016.
168. Klitzka, M. The rationality of M&A targets in the choice of payment methods / M. Klitzka, J. He, D. Schiereck. – DOI 10.1007/s11846-021-00469-6. – Text : unmediated // Review of Managerial Science. – 2022. – Vol. 16, No. 4. – Pp. 933–967. – EDN VYHCBD.
169. Lang, L. Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers / L. Lang, R. Stulz, R.A. Walkling. – Text : unmediated // Journal of Financial Economics. – 1989. – Vol. 24, Issue 1. – Pp. 137–154.
170. Lashuk, T. Performance of M&A Deals in The Russian Market: Evidence from Oil & Gas and Power Industries / T. Lashuk, M. Vasylevsky, E. Filatova. – Text : unmediated // Journal of East-West Business. – 2023. – Vol. 29, Issue 1. – Pp. 1–20.
171. Lu, J. Green merger and acquisition and export expansion: Evidence from China's polluting enterprises / J. Lu. – Text : unmediated // Sustainable Production and Consumption. – 2022. – Vol. 30. – Pp. 204–217.
172. Manne, H.G. Mergers and the Market for Corporate Control / H.G. Manne. – Text : unmediated // Journal of Political Economy. – 1965. – Vol. 73, No. 2. – Pp. 110–120.
173. Methodological Challenges in M&A Performance Studies / I. Gow [et al.]. – Text : unmediated // The Accounting Review. – 2020.

174. Mitchell, M. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity / M. Mitchell, H. Mulherin. – Text : unmediated // Journal of Financial Economics. – 1996. – Vol. 35. – Pp. 193–229.

175. Nguyen, H. Economic Policy Uncertainty and M&A Deal Outcomes / H. Nguyen, H. Phan. – Text : unmediated // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2017.

176. Pěta, J. Assessment of the Performance of Mergers: Revisiting Results after a Prolonged Period / J. Pěta, M. Režňáková. – Text : unmediated // SHS Web of Conferences. – 2021.

177. Reis, N.R. Three decades of strategic management research on M&As / N.R. Reis, C.F. Pinto. – Text : unmediated // Journal of Brand Management. – 2016. – Vol. 18. – Pp. 13–24.

178. Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste. – Text : unmediated // Journal of Corporate Finance. – 2019. – Vol. 58. – Pp. 650–699.

179. Roll, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers / R. Roll. – Text : unmediated // Journal of Business. – 1986. – Vol. 59, No. 2. – Pp. 197–216.

180. Supply Chain Resilience and M&A Strategy / E. Brandon-Jones [et al.]. – Text : unmediated // Journal of Supply Chain Management. – 2021.

181. The big idea: the new M&A playbook / C.M. Christensen, R. Alton, C. Rising, A. Waldeck. – Text : unmediated // Harvard Business Review. – 2011. – No. 89.

182. The New Math of Pharmaceutical M&A / BCG. – 2023. – URL: <https://www.bcg.com/> (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

183. The technology-led M&A: A new frontier for value creation / McKinsey & Company. – 2022. – URL: [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com) (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

184. 1H 2023 Corporate Energy Transition Report / BloombergNEF (BNEF). – 2023. – URL: <https://about.bnef.com/> (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

185. 2023 M&A Survey: Executives navigate a volatile market / KPMG. – 2023. – URL: <https://kpmg.com/us/en.html> (date of access: 24.04.2026). – Text : electronic.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение А

**Таблица А.1 – Обзор эмпирических исследований сделок M&A с показателями результативности компаний**

1 Исследование	2 Методологический подход	3 Ключевые метрики эффективности	4 Основные выводы
<p>1 Операционная эффективность M&amp;A на развивающихся рынках (С.А. Григорьева, П.В. Троицкий [26])</p>	<p><i>Выборка:</i> 80 сделок российских публичных компаний. <i>Методы:</i> событийный анализ, модель «разность-в-разностях», регрессионное моделирование</p>	<p><i>Операционные показатели:</i> рентабельность активов (ЕВП/ГА, ЧП/ГА), оборачиваемость активов (S/ГА), маржа прибыли (NI/S). <i>Рыночные оценки:</i> аномальная доходность акций (CAR, BHAR)</p>	<p>Наблюдается повышение операционной эффективности, особенно в межотраслевых сделках и при поглощении публичных компаний-целей</p>
<p>2 Сравнительный анализ M&amp;A: российские покупатели на рынках Западной Европы (Р.М. Абузов, С.А. Григорьева [5])</p>	<p><i>Выборка:</i> 153 сделки с участием компаний Западной Европы. <i>Методы:</i> событийный анализ, сравнительный анализ финансовой отчетности до и после сделки</p>	<p><i>Операционные показатели:</i> рентабельность активов (ROA), рентабельность капитала (ROE), рентабельность продаж (ROS), валовая маржа (GM). <i>Рыночные оценки:</i> аномальная доходность (CAR)</p>	<p>Международные сделки оказывают положительное влияние на операционные результаты российских компаний. Наиболее значительный эффект зафиксирован в добывающей и металлургической отраслях</p>
<p>3 Влияние M&amp;A на операционные результаты российских компаний-покупателей (С.А. Григорьева [27])</p>	<p><i>Выборка:</i> 53 сделки с российскими компаниями-покупателями. <i>Методы:</i> модель «разность-в-разностях», регрессионный анализ</p>	<p><i>Операционные показатели:</i> рентабельность продаж (ROS), рентабельность активов (ROA), динамика выручки. <i>Рыночные оценки:</i> аномальная доходность (CAR), рыночная капитализация</p>	<p>В среднем сделки M&amp;A оказывают негативное влияние на операционную эффективность компаний-покупателей</p>
<p>4 Тенденции и структурные изменения</p>	<p><i>Выборка:</i> агрегированные данные по всему российскому рынку M&amp;A</p>	<p><i>Агрегированные показатели:</i> количество и совокупная стоимость сделок, доля иностранного капитала.</p>	<p>Российский рынок M&amp;A демонстрирует устойчивую тенденцию к снижению после</p>

Окончание таблицы А.1

1	2	3	4
на российском рынке М&А (Р.О. Восканян [21])	<i>Методы:</i> статистический и сравнительный анализ временных рядов	<i>Показатели:</i> динамика выручки, чистой прибыли, рентабельности	кризиса 2008 года. Отмечается последовательное сокращение участия иностранного капитала с 2011 года
5 Оценка эффективности М&А в российском ТЭК (Т. Лашук, М. Василевский, Е. Филагова [76])	<i>Выборка:</i> 23 сделки в нефтегазовом и энергетическом секторах. <i>Методы:</i> анализ оболочки данных (DEA), углубленный кейс-анализ	<i>Показатели эффективности:</i> интегральная оценка эффективности (DEA), рентабельность активов (ROA), динамика выручки и операционных расходов	Результаты исследования свидетельствуют о положительном влиянии сделок М&А на общую эффективность компаний в секторе ТЭК
6 Влияние М&А на финансовую устойчивость компаний ресурсного сектора (Е.Д. Сандлер, А.В. Ковалевская [112])	<i>Выборка:</i> 61 сделка в нефтегазовом и металлургическом секторах. <i>Методы:</i> сравнительный анализ, анализ финансовых коэффициентов	<i>Показатели финансового состояния:</i> коэффициенты ликвидности (Ктл), финансового рычага (D/E), рентабельности (ROA, ROE)	Сделки М&А оказали негативное воздействие на финансовую устойчивость и стабильность компаний
Примечание – Составлено автором.			

Таблица А.2 – Система показателей, реализующая методологический принцип интегральной оценки финансовой результативности сделок M&A

Категория показателя	Наименование показателя	Алгоритм расчета	
1	2	3	
Финансовый рост	Темп прироста выручки	Процентное изменение выручки текущего периода относительно предыдущего	
	Темп прироста чистой прибыли	Процентное изменение чистой прибыли текущего периода относительно предыдущего	
	Темп прироста EBITDA	Процентное изменение показателя EBITDA текущего периода относительно предыдущего	
	Темп прироста активов	Процентное изменение стоимости активов на конец периода относительно начала	
	Темп прироста собственного капитала	Процентное изменение величины собственного капитала на конец периода относительно начала	
	Рентабельность совокупных активов	Сколько копеек чистой прибыли приносит каждый рубль, вложенный в активы компании	
	Рентабельность собственного капитала	Сколько копеек чистой прибыли заработано на каждый рубль собственного капитала	
	Рентабельность инвестированного капитала	Доходность с учетом всех капиталовложений, очищенная от влияния налогов и структуры капитала	
	Операционная эффективность	Коэффициент роста мощностей	Процентное изменение объема производственных мощностей за период
		Индекс производительности труда	Процентное изменение объема выпуска продукции на одного сотрудника
Уровень операционных затрат на сотрудника		Сумма операционных и административных расходов в расчете на одного сотрудника	
Коэффициент использования мощностей		Отношение фактического времени работы оборудования к потенциально возможному	
Рыночное положение	Доля на целевом рынке	Процент объема продаж компании от общего объема рынка	
	Коэффициент расширения клиентской базы	Процентное изменение количества клиентов за период	
	Индекс географической экспансии	Количество новых географических рынков (регионов, стран), на которые компания вышла	
	Диверсификация продуктовой линейки	Количество новых товаров или услуг, добавленных в портфель компании	
	Темп прироста рыночной стоимости	Процентное изменение общей биржевой стоимости компании за период	

Окончание таблицы А.2

1	2	3
Иновационная активность	Вклад новых продуктов в выручку	Доля выручки, полученная от продажи новых продуктов, в общей выручке
	Объем интеллектуальной собственности	Количество зарегистрированных патентов и завершенных исследовательских проектов
	Интенсивность инвестиций в R&D	Доля расходов на исследование и разработки в общей выручке компании
	Цикл разработки нового продукта	Среднее время от начала разработки продукта до его выхода на рынок
	Эффективность создания стоимости	Степень увеличения рыночной стоимости компании <i>сверх вложенного капитала</i>
Стоимость компании	Стоимость компании с учетом синергии	Оценка реальной стоимости сделки после учета синергетических эффектов
	Премия за синергетический эффект	Дополнительная стоимость, создаваемая за счет объединения компаний
	Оптимальный финансовый леверидж	Наиболее эффективное соотношение заемного и собственного капитала для сделки
	Уровень финансовой устойчивости	Способность компании сохранять стабильность после сделки
	Кэффициент покрытия синергии	Достаточность дополнительных денежных потоков для обслуживания долга по сделке
Налоговая эффективность	Цена финансирования сделки	Средневзвешенная стоимость капитала, привлеченного для проведения сделки
	Налоговая эффективность сделки	Экономия на налогах в результате проведения сделки
	Эффективная налоговая ставка	Фактическая нагрузка по налогу на прибыль после сделки
	Отложенные налоговые активы	Сумма будущих налоговых вычетов, полученных в результате сделки
	Стоимость налоговых льгот	Денежная оценка всех налоговых преференций от сделки
ESG-факторы	Снижение углеродного следа	Процентное сокращение выбросов парниковых газов после сделки
	Инвестиции в человеческий капитал	Рост расходов на обучение, безопасность и благополучие сотрудников на одного работника
	Качество корпоративного управления, прозрачность и раскрытие ESG- информации	Соответствие структуры совета директоров и комитетов лучшим практикам, а также полнота публичного отчета в области устойчивого развития (по стандартам GRI, SASB)
Примечания		
1	Составлено автором.	
2	Показатели, выделенные курсивом, представляют авторскую разработку.	

## Приложение Б

Таблица Б.1 – Систематизация компаний, вошедших в выборку

Компания (полное название)	Дата сделки	Тип сделки	Объект сделки (полное название)	Период	Отрасль
1	2	3	4	5	6
1 ПАО «Сбербанк России»	Декабрь 2021 г.	Поглощение	ООО «Сбербанк Капитал»	2021 г.	Финансовые институты
2 ПАО «НК «Роснефть»	2017 г.	Поглощение	Essar Oil Limited	2017 г.	Топливо-энергетический комплекс
3 Агентство по страхованию вкладов (АСВ)	2018 г.	Санация	ПАО «Промсвязь-банк»	2018 г.	Финансовые институты
4 BASF / LetterOne	2019 г.	Слияние	Wintershall Dea GmbH	2019 г.	Топливо-энергетический комплекс
5 ПАО «НК «Роснефть»	2020 г.	Обмен активами	АО «Независимая нефтегазовая компания» (ННК)	2020 г.	Топливо-энергетический комплекс
6 ПАО «СИБУР Холдинг»	Октябрь 2021 г.	Поглощение	АО «ТАИФ»	2021 г.	Химическая и нефтехимическая промышленность
7 Консорциум инвесторов (Тодд Бозли, Clearlake)	Май 2022 г.	Поглощение	Футбольный клуб «Челси»	2022 г.	Спорт
8 Kismet Capital Group	Декабрь 2022 г.	Поглощение	ГК «Авито»	2022 г.	Услуги
9 ГК «Автодом»	Октябрь 2022 г.	Поглощение	Российский бизнес Mercedes-Benz Group	2022 г.	Машиностроение
10 Правительство Москвы / ФГУП «НАМИ»	Май 2022 г.	Поглощение	АО «АвтоВАЗ» / ЗАО «Рено Россия»	2022 г.	Машиностроение
11 Группа «Интеррос»	Май 2022 г.	Поглощение	ПАО «Росбанк»	2022 г.	Финансовые институты
12 ПАО «Банк ВТБ»	Май 2023 г.	Поглощение	ПАО Банк «ФК Открытие»	2023 г.	Финансовые институты
13 ООО «Кинетик капитал»	Декабрь 2023 г.	Поглощение	ГК «Нефтетранс-сервис»	2023 г.	Транспорт
14 Тимур и Руслан Бабаевы	Ноябрь 2023 г.	Поглощение	АО «Первая грузовая компания» (ПГК)	2023 г.	Транспорт
15 ООО «Группа компаний «1520»	Декабрь 2023 г.	Поглощение	АО ГК «Нацпроект-строй»	2023 г.	Строительство и девелопмент
16 АО «Газпром-банк»	Сентябрь 2023 г.	Поглощение	Сеть торговых центров «Мега»	2023 г.	Торговля
17 АО «Ураниум Уан Груп» (ГК «Росатом»)	Май 2023 г.	Поглощение	ТОО «Степногорский горно-химический комбинат»	2023 г.	Добыча полезных ископаемых
18 ООО «Башкирский промышленный холдинг» (БПХ)	Ноябрь 2023 г.	Поглощение	АО «Сибантрацит»	2023 г.	Топливо-энергетический комплекс

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
19 Sezar Group	Октябрь 2023 г.	Поглощение	АО «Монди Сыктывкарский ЛПК»	2023 г.	Лесная промышленность
20 ООО «Лента»	Октябрь 2023 г.	Поглощение	ООО «РМ Групп» (Торговая сеть «Монетка»)	2023 г.	Торговля
21 ЗПИФ «Консорциум. Первый»	Май 2024 г.	Выкуп/ Репатриация	МКАО «Яндекс»	2024 г.	IT
22 EQT Partners	Сентябрь 2024 г.	Поглощение	Acronis	2024 г.	IT
23 ГК «Мангазея»	Январь 2024 г.	Поглощение	АО «Полиметалл»	2024 г.	Добыча полезных ископаемых
24 Сергей Судариков	Октябрь 2024 г.	Поглощение	ООО «Концерн «Россиум»	2024 г.	Финансовые институты
25 ПАО «Банк ВТБ»	Декабрь 2024 г.	Поглощение	АО «Первая грузовая компания» (ПГК)	2024 г.	Транспорт
26 ПАО «РЖД»	Октябрь 2024 г.	Поглощение	Бизнес-центр в небоскребе Moscow Towers	2024 г.	Строительство и девелопмент
27 Росимущество	Декабрь 2024 г.	Национализация	АО «Концерн «Покровский»	2024 г.	Сельское хозяйство
28 Росимущество	Декабрь 2024 г.	Национализация	ГК «Ариант»	2024 г.	Пищевая промышленность
29 ООО «Мегатэк» (ПАО «Банк ВТБ»)	Декабрь 2024 г.	Поглощение	ООО «Агрокомплекс Лабинский»	2024 г.	Сельское хозяйство
30 Aqnet Capital LLP	Январь 2024 г.	Поглощение	Globaltrans Investment Plc	2024 г.	Транспорт
31 Arnest Group	Октябрь 2024 г.	Поглощение	Активы Unilever в России и Беларуси	2024 г.	Химическая и нефтехимическая промышленность
32 Структуры Владимира Лисина	Сентябрь 2024 г.	Поглощение	АО «Прогресс»	2024 г.	Пищевая промышленность
33 ООО «РВБ» (Wildberries и Russ)	Декабрь 2024 г.	Слияние	Маркетплейс Wildberries / группа Russ Outdoor	2024 г.	Торговля
34 Росимущество	Декабрь 2024 г.	Национализация	АО «Макфа», АО «СМАК», АО «Первый хлебокомбинат» и др.	2024 г.	Пищевая промышленность
35 ООО «Свеза»	Сентябрь 2024 г.	Поглощение	ООО «Лес Инвест Холдинг»	2024 г.	Лесная промышленность
36 Росимущество	Апрель 2024 г.	Национализация	Активы «Русь-ойл»	2024 г.	Топливо-энергетический комплекс
37 ГК «Sminex-Интеко»	Октябрь 2024 г.	Поглощение	ООО «Инград»	2024 г.	Строительство и девелопмент

## Окончание таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
38 АО «Бавэро групп»	Май 2024 г.	Поглощение	Сеть супермаркетов «Азбука вкуса»	2024 г.	Торговля
39 Умар Кремлев	Сентябрь 2024 г.	Поглощение	Группа компаний «Рольф»	2024 г.	Торговля
40 ПАО «Банк ВТБ»	Декабрь 2024 г.	Поглощение	АО «Почта Банк»	2024 г.	Финансовые институты
Примечание – Составлено автором.					

Таблица Б.2 – Суммарная стоимость сделок M&A в отрасли за 2017–2024 гг.

В миллионах долларов США

Год	Нефть, газ и уголь	Услуги/торговля	Леткая промышленность	Пищевая промышленность	Финансы / Инвестиции / Страхование / Консалтинг	Лесная и целлюлозно-бумажная промышленность	СМИ / Реклама / Спорт	Телекоммуникации	Химия / Фармацевтика	Машиностроение	Металлургия	Строительство	Транспорт	Энергетика
2017	19819,02	9418,27	75807,36	75807,36	2734,88	75807,36	2116,72	6816,42	12880,65	1880,30	2908,25	2827,53	1371,03	1018,67
2018	15439,34	15729,79	8,66	4759,37	73829,28	159,9	73829,28	840,05	1594,79	4659,3	3720,52	9918,12	4714,9	6295,61
2019	25963,21	12183,33	76077,86	76077,86	3374,27	76077,86	2111,88	8853,49	3714,95	681,71	3021,66	3843,88	7281,93	1071,84
2020	21150,66	4947,42	57820,98	1186,13	57820,98	155,53	57820,98	5815,95	2315,8	970,8	4101,63	5734,01	2701,12	1987,7
2021	11357,80	6651,48	5,6	49514,42	8506,27	49514,42	1126,8	6708,59	1288,76	534,08	4245,8	4204,22	1397	470
2022	19387,3	4160,36	47599,28	2012,03	47599,28	1339,97	47599,28	3606,73	1537,63	1156,13	3154,35	1175,76	681,24	1659,5
2023	2211,47	7385,55	3,39	42619,26	2000,48	42619,26	110,41	11129,85	2062,19	646,05	1326,17	2307,22	6449,36	0
2024	1542,2	8520	35924,75	2702,43	35924,75	698,15	35924,75	5902,32	2175,69	1200,64	5058,85	1413,91	3205,93	131,4

Примечание – Составлено автором.

## Приложение В

Таблица В.1 – Результаты регрессионного анализа

Год	Покупатель	M&A	ESG_ Score	M&AxESG_ Score	ln(Market Cap) (млрд руб.)	ln(Assets) (млрд руб.)	Tobin_ New
1	2	3	4	5	6	7	8
2017	ПАО «Банк ВТБ»	1	74	74	7,279526	9,846928	0,837839
2017	Росимущество	1	81,7	81,7	9,093807	11,46163	0,910192
2017	ПАО «Сбербанк России»	0	82,8	0	8,55651	10,78933	0,793153
2017	ПАО «НК «Роснефть»	1	55,5	55,5	8,242809	9,87819	0,917906
2017	АО «Газпромбанк»	0	75,4	0	6,888063	9,655077	0,713514
2017	Kismet Capital Group	0	64,2	0	6,109914	8,071062	0,757115
2017	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	58,8	0	8,34303	9,80921	0,85063
2017	Sezar Group	0	59,4	0	5,769882	7,937482	0,727016
2017	Highland Gold Mining	0	49,7	0	5,636217	7,650074	0,736853
2017	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	61,7	0	6,857093	8,665682	0,791393
2017	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	57,9	0	6,522387	8,411988	0,775468
2017	АО «Кузбасс-энерго»	0	52,2	0	6,041444	8,242993	0,733019
2017	Ramplona Capital Management	1	71,9	71,9	6,745589	8,732385	0,872554
2017	ООО «Лента»	0	62,6	0	5,73915	7,937482	0,723144
2017	ПАО «ГК «Самолет»	0	60,8	0	5,63693	7,824206	0,720548
2017	LetterOne	1	74,5	74,5	6,824917	8,824781	0,877191
2017	Тимур и Руслан Бабаевы	0	57	0	5,858504	8,006568	0,731812
2017	Arnest Group	0	58,9	0	5,671259	7,863459	0,721317
2017	Андрей Комаров	0	55,7	0	5,770818	7,937625	0,727121
2017	ПАО «Ростелеком»	0	66,7	0	6,11058	8,34303	0,732517
2017	ПАО Банк «ФК Открытие»	1	69,9	69,9	6,174827	8,556587	0,812544
2018	ПАО «Банк ВТБ»	1	75,3	75,3	7,326992	9,893462	0,841069
2018	Росимущество	0	83	0	9,143153	11,51792	0,79392
2018	ПАО «Сбербанк России»	1	84,2	84,2	8,665717	10,85901	0,919069
2018	ПАО «НК «Роснефть»	0	56,7	0	8,281572	9,928209	0,834246
2018	АО «Газпромбанк»	0	76,7	0	6,956736	9,71117	0,716464
2018	Kismet Capital Group	0	65,4	0	6,175035	8,131737	0,759475
2018	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	60,2	0	8,384918	9,852236	0,851167

## Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2018	Sezar Group	0	60,6	0	5,831296	7,989696	0,729952
2018	Highland Gold Mining	0	51	0	5,689007	7,696622	0,739256
2018	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	63,1	0	6,928342	8,716142	0,794986
2018	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	59,3	0	6,572842	8,466068	0,776475
2018	АО «Кузбасс-энерго»	1	53,6	53,6	6,098524	8,294175	0,806318
2018	Ramplona Capital Management	1	73,3	73,3	6,797494	8,779681	0,876482
2018	ООО «Лента»	0	63,9	0	5,785055	7,989764	0,724158
2018	ПАО «ГК «Самолет»	0	62,1	0	5,689684	7,882504	0,721912
2018	LetterOne	0	75,9	0	6,87812	8,867977	0,775713
2018	Тимур и Руслан Бабаевы	0	58,4	0	5,900993	8,05538	0,732653
2018	Arnest Group	0	60,3	0	5,722277	7,919574	0,722649
2018	Андрей Комаров	0	57,2	0	5,814727	7,989832	0,727866
2018	ПАО «Ростелеком»	0	68,1	0	6,164998	8,389564	0,734941
2018	ПАО Банк «ФК Открытие»	1	71,3	71,3	6,226141	8,603499	0,816652
2019	ПАО «Банк ВТБ»	1	76,6	76,6	7,365497	9,933085	0,843851
2019	Росимущество	0	84,4	0	9,190189	11,56647	0,794654
2019	ПАО «Сбербанк России»	1	85,6	85,6	8,740465	10,89676	0,925806
2019	ПАО «НК «Роснефть»	0	58,2	0	8,318889	9,975845	0,834003
2019	АО «Газпромбанк»	0	78,1	0	7,02153	9,758502	0,71963
2019	Kismet Capital Group	0	66,6	0	6,235978	8,188939	0,761612
2019	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	61,6	0	8,423058	9,893468	0,851476
2019	Sezar Group	0	61,9	0	5,887492	8,039383	0,732431
2019	Highland Gold Mining	0	52,4	0	5,73915	7,740882	0,741508
2019	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	64,5	0	6,985179	8,764178	0,797115
2019	ПАО «Трубная металлургическая компания»	1	60,7	60,7	6,620873	8,517373	0,862369
2019	АО «Кузбасс-энерго»	0	55	0	6,153796	8,34303	0,737697
2019	Ramplona Capital Management	0	74,6	0	6,846731	8,82481	0,77595
2019	ООО «Лента»	0	65,3	0	5,829534	8,039415	0,725219

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2019	ПАО «ГК «Самолет»	0	63,5	0	5,738184	7,937625	0,723009
2019	LetterOne	1	77,4	77,4	6,928146	8,909343	0,886066
2019	Тимур и Руслан Бабаевы	0	59,8	0	5,941749	8,10195	0,733473
2019	Arnest Group	0	61,7	0	5,770818	7,972742	0,723918
2019	Андрей Комаров	0	58,6	0	5,859075	8,039351	0,7289
2019	ПАО «Ростелеком»	0	69,5	0	6,215608	8,433985	0,737072
2019	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	72,7	0	6,274385	8,648379	0,725598
2020	ПАО «Банк ВТБ»	1	78,1	78,1	7,258975	9,878201	0,838253
2020	Росимущество	0	85,8	0	9,084834	11,46164	0,792729
2020	ПАО «Сбербанк России»	1	86,9	86,9	8,635118	10,79139	0,925451
2020	ПАО «НК «Роснефть»	0	59,7	0	8,213517	9,852226	0,833771
2020	АО «Газпромбанк»	1	79,6	79,6	6,916219	9,653782	0,819175
2020	Kismet Capital Group	0	68,4	0	6,130574	8,083575	0,758499
2020	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	63,3	0	8,317693	9,788105	0,849876
2020	Sezar Group	0	63,6	0	5,782286	7,934012	0,728897
2020	Highland Gold Mining	0	53,9	0	5,633718	7,635545	0,737928
2020	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	66,3	0	6,87987	8,658814	0,794651
2020	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	62,4	0	6,515453	8,41201	0,774642
2020	АО «Кузбасс-энерго»	0	56,6	0	6,048554	8,237664	0,734356
2020	Ramplona Capital Management	0	76,3	0	6,741346	8,719448	0,773239
2020	ООО «Лента»	0	67,1	0	5,724238	7,934048	0,721578
2020	ПАО «ГК «Самолет»	0	65,2	0	5,633002	7,832252	0,719306
2020	LetterOne	0	79,3	0	6,822742	8,80398	0,775061
2020	Тимур и Руслан Бабаевы	0	61,7	0	5,836272	7,996587	0,729945
2020	Arnest Group	0	63,5	0	5,665388	7,867374	0,720212
2020	Андрей Комаров	0	60,3	0	5,753842	7,934012	0,725312
2020	ПАО «Ростелеком»	0	71,4	0	6,110358	8,32862	0,733758
2020	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	74,6	0	6,168983	8,543017	0,722208
2021	ПАО «Банк ВТБ»	0	79,5	0	7,32686	9,928219	0,738083
2021	Росимущество	0	87,3	0	9,13893	11,51493	0,793759

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2021	ПАО «Сбербанк России»	1	88,5	88,5	8,794961	10,9151	0,934218
2021	ПАО «НК «Роснефть»	0	61,5	0	8,367672	9,952311	0,840877
2021	АО «Газпромбанк»	1	81,3	81,3	7,098871	9,71117	0,838075
2021	Kismet Capital Group	1	70,1	70,1	6,29305	8,188856	0,865557
2021	ПАО «ЛУКОЙЛ»	1	65	65	8,473408	9,878206	0,958249
2021	Sezar Group	0	65,3	0	5,887769	8,039415	0,732463
2021	Highland Gold Mining	1	55,6	55,6	5,845861	7,740969	0,830864
2021	ПАО «СИБУР Холдинг»	1	68,2	68,2	7,039485	8,764194	0,901912
2021	ПАО «Трубная металлургическая компания»	1	64,2	64,2	6,672792	8,517353	0,874069
2021	АО «Кузбасс-энерго»	0	58,3	0	6,153796	8,343054	0,737695
2021	Ramplona Capital Management	0	78,1	0	6,857093	8,824796	0,777126
2021	ООО «Лента»	0	68,8	0	5,830415	8,039448	0,725326
2021	ПАО «ГК «Самолет»	0	66,9	0	5,73915	7,93766	0,723128
2021	LetterOne	1	81,2	81,2	6,980634	8,909357	0,898136
2021	Тимур и Руслан Бабаевы	0	63,5	0	5,942274	8,10195	0,733538
2021	Arnest Group	0	65,3	0	5,770818	7,972742	0,723918
2021	Андрей Комаров	0	62	0	5,859361	8,039383	0,728932
2021	ПАО «Ростелеком»	0	73,4	0	6,215807	8,434007	0,737093
2021	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	76,4	0	6,274574	8,648379	0,72562
2022	ПАО «Банк ВТБ»	0	80,9	0	7,147166	9,752705	0,732939
2022	Росимущество	0	88,7	0	8,963237	11,33858	0,790608
2022	ПАО «Сбербанк России»	0	89,9	0	8,619894	10,74075	0,802641
2022	ПАО «НК «Роснефть»	0	63,2	0	8,191602	9,777958	0,837862
2022	АО «Газпромбанк»	1	82,9	82,9	6,924612	9,53682	0,83454
2022	Kismet Capital Group	1	71,8	71,8	6,118758	8,014501	0,862231
2022	ПАО «ЛУКОЙЛ»	1	66,6	66,6	8,29854	9,703853	0,957799
2022	Sezar Group	0	67	0	5,713403	7,865073	0,726527
2022	Highland Gold Mining	1	57,2	57,2	5,671604	7,566622	0,82683
2022	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	70,1	0	6,865161	8,589849	0,799318

## Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2022	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	66	0	6,498433	8,343006	0,779008
2022	АО «Кузбасс-энерго»	0	60	0	5,979392	8,168713	0,732087
2022	Ramplona Capital Management	0	79,8	0	6,682735	8,650447	0,772631
2022	ООО «Лента»	0	70,6	0	5,655992	7,865111	0,719224
2022	ПАО «ГК «Самолет»	0	68,7	0	5,564903	7,763319	0,71692
2022	LetterOne	0	83,1	0	6,806276	8,735011	0,779295
2022	Тимур и Руслан Бабаевы	0	65,3	0	5,768321	7,927613	0,727724
2022	Arnest Group	1	67,1	67,1	5,596197	7,7984	0,804381
2022	Андрей Комаров	1	63,7	63,7	5,684939	7,865034	0,805789
2022	ПАО «Ростелеком»	0	75,5	0	6,041444	8,259665	0,731539
2022	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	78,3	0	6,100319	8,474035	0,719984
2023	ПАО «Банк ВТБ»	1	82,4	82,4	7,258975	9,846949	0,846619
2023	Росимущество	0	90,3	0	9,013206	11,38737	0,791609
2023	ПАО «Сбербанк России»	0	91,5	0	8,668712	10,78954	0,803537
2023	ПАО «НК «Роснефть»	0	64,9	0	8,240385	9,826747	0,838667
2023	АО «Газпромбанк»	1	84,6	84,6	6,973356	9,585607	0,838363
2023	Kismet Capital Group	1	73,5	73,5	6,167516	8,063126	0,866201
2023	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	68,3	0	8,34733	9,752641	0,856005
2023	Sezar Group	1	68,7	68,7	5,762051	7,913594	0,81826
2023	Highland Gold Mining	0	58,9	0	5,720312	7,615101	0,75128
2023	ПАО «СИБУР Холдинг»	1	71,9	71,9	6,913936	8,63849	0,904047
2023	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	67,8	0	6,547216	8,391789	0,780293
2023	АО «Кузбасс-энерго»	0	61,7	0	6,028279	8,217277	0,73371
2023	Ramplona Capital Management	0	81,5	0	6,731495	8,699115	0,773914
2023	ООО «Лента»	1	72,7	72,7	5,704782	7,913594	0,815319
2023	ПАО «ГК «Самолет»	1	70,5	70,5	5,613858	7,812054	0,809907
2023	LetterOne	0	84,9	0	6,855093	8,783672	0,780536
2023	Тимур и Руслан Бабаевы	1	67,1	67,1	5,817111	7,976115	0,817503
2023	Arnest Group	0	68,9	0	5,645093	7,846903	0,719504

## Окончание таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7	8
2023	Андрей Комаров	0	65,6	0	5,733665	7,913594	0,724634
2023	ПАО «Ростелеком»	0	77,6	0	6,090178	8,308248	0,733128
2023	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	80,2	0	6,149109	8,522658	0,721601
2024	ПАО «Банк ВТБ»	1	83,9	83,9	7,307739	9,895738	0,850098
2024	Росимущество	1	91,7	91,7	9,061991	11,43616	0,923291
2024	ПАО «Сбербанк России»	0	92,9	0	8,717502	10,83833	0,804421
2024	ПАО «НК «Роснефть»	0	66,5	0	8,289188	9,875536	0,839466
2024	АО «Газпромбанк»	0	86,2	0	7,022155	9,634398	0,728963
2024	Kismet Capital Group	0	75,3	0	6,216406	8,111928	0,766429
2024	ПАО «ЛУКОЙЛ»	0	70,1	0	8,39611	9,801433	0,856721
2024	Sezar Group	1	70,5	70,5	5,810842	7,962381	0,822497
2024	Highland Gold Mining	0	60,6	0	5,769258	7,663877	0,752886
2024	ПАО «СИБУР Холдинг»	0	73,7	0	6,962717	8,687273	0,801585
2024	ПАО «Трубная металлургическая компания»	0	69,7	0	6,596054	8,440571	0,78157
2024	АО «Кузбасс- энерго»	0	63,5	0	6,077183	8,26619	0,735286
2024	Ramplona Capital Management	0	83,3	0	6,780263	8,747908	0,775172
2024	ООО «Лента»	0	74,6	0	5,753525	7,962381	0,722688
2024	ПАО «ГК «Самолет»	0	72,4	0	5,662613	7,860841	0,720457
2024	LetterOne	0	86,7	0	6,903848	8,832456	0,781745
2024	Тимур и Руслан Бабаевы	0	68,6	0	5,865901	8,024895	0,731063
2024	Arnest Group	1	70,9	70,9	5,693059	7,895324	0,81319
2024	Андрей Комаров	0	67,6	0	5,782594	7,962381	0,726339
2024	ПАО «Ростелеком»	0	79,7	0	6,139022	8,357048	0,734692
2024	ПАО Банк «ФК Открытие»	0	82,2	0	6,197665	8,571454	0,723159

Примечание – Составлено автором.

## Зависимая переменная: Tobin\_New

	<i>Коэффициент</i>	<i>Ст. ошибка</i>	<i>t-статистика</i>	<i>p-значение</i>	
const	0,764734	0,00303288	252,1	<0,0001	***
ESG_Score	0,000110432	4,00049e-05	2,760	0,0064	***
MANESG_Score	0,00138526	8,74840e-06	158,3	<0,0001	***
lnMarketCapDDNDNND	0,112755	0,00106364	106,0	<0,0001	***
lnAssetsDDNDNND	-0,0874420	0,00119809	-72,98	<0,0001	***

Среднее завис. перемен	0,784663		Ст. откл. завис. перем	0,061508
Сумма кв. остатков	0,002033		Ст. ошибка модели	0,003531
R-квадрат	0,996783		Исправ. R-квадрат	0,996704
F(4, 163)	12625,45		P-значение (F)	6,0e-202
Лог. правдоподобие	712,6979		Крит. Акаике	-1415,396
Крит. Шварца	-1399,776		Крит. Хеннана-Куинна	-1409,056

Тест Вайта (White) на гетероскедастичность -

Нулевая гипотеза: гетероскедастичность отсутствует

Тестовая статистика: LM = 77,9781

p-значение = P(Chi-квадрат(13) > 77,9781) = 2,64414e-11

## Приложение Г

Таблица Г.1 – Общие характеристики регрессионной модели для S-фактора

Показатели	Значение	Интерпретация
Зависимая переменная	Рыночная капитализация (TobinQ)	Показатель рыночной оценки компании
Ключевая независимая переменная	Социальный компонент ESG (S-фактор)	Измерение социальной ответственности компании
Количество наблюдений	168	Панель 21 компания × 8 лет (2017–2024 гг.)
Множественный R	0,9983	Очень сильная линейная связь
R-квадрат	0,9966	Модель объясняет 99,66% вариации зависимой переменной
Нормированный R-квадрат	0,9965	Высокая объясняющая способность с поправкой на число регрессоров
Стандартная ошибка	0,00373	Высокая точность оценок модели
F-статистика	9 548,36	Исключительно высокая
Значимость F	4,05E-198	Модель статистически значима
Примечание – Составлено автором.		

Таблица Г.2 – Результаты оценки коэффициентов регрессии для S-фактора

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Статистическая значимость
Константа (Y-пересечение)	0,764740	0,003715	205,843	6,93E-198	***
M&A (бинарная переменная)	-0,001848	0,006451	-0,286	0,774934	Незначимо
S-фактор (социальный)	-6,0854E-06	0,000057	-0,107	0,915088	Незначимо
Взаимодействие M&A×S	0,001412	0,000085	16,589	9,37E-37	***
ln(Market Cap) (лаг)	0,111734	0,001090	102,535	2,96E-149	***
ln(Assets) (активы)	-0,085744	0,001251	-68,530	1,48E-121	***
Примечание – Составлено автором. Условные обозначения значимости: *** – $p < 0,001$ , ** – $p < 0,01$ , * – $p < 0,05$ .					

Таблица Г.3 – Эффекты влияния S-фактора в различных сценариях

Сценарий	Формула расчета	Влияние на капитализацию	Статистическая интерпретация
Компания без M&A-сделок	$\beta_S = -6,0854E-06$	-0,00061% на 1 пункт S	Эффект статистически неотличим от нуля ( $p=0,915$ )
Компания с M&A-сделками	$\beta_S + \beta_{Interaction} = 0,001406$	+0,1406% на 1 пункт S	Статистически значимый положительный эффект
Разница эффектов	$\beta_{Interaction} = 0,001412$	+0,1412% дополнительно	Значимое усиление влияния при M&A
Примечание – Составлено автором.			

Таблица Г.4 – Интерпретация коэффициентов для контрольных переменных

Переменная	Знак коэффициента	Экономическая интерпретация
M&A (прямой эффект)	-	Само по себе участие в M&A не создает стоимости
S-фактор (прямой)	Фактически нулевой	Социальные показатели не ценятся рынком в статике
M&A×S (взаимодействие)	++	M&A раскрывает ценность социального капитала
ln(Market Cap) (лаг)	+	Персистенция размера компании
ln(Assets)	-	Компании с меньшими активами при той же капитализации эффективнее
Примечание – Составлено автором.		

Таблица Г.5 – Статистическая надежность результатов для S-фактора

Аспект	Показатель	Интерпретация	Критерий надежности
Модель в целом	$F=9548,36$ ; $p \approx 0$	Высочайшая значимость	Соответствует
Ключевой эффект взаимодействия	$t=16,589$ ; $p=9,37E-37$	Экстремальная значимость	Соответствует
Доверительный интервал M&A×S	[0,001244; 0,001580]	Не включает ноль	Надежный результат
Мощность модели	$R^2=0,9966$	Исключительно высокая	Соответствует
Точность оценок	$SE=0,00373$	Высокая точность	Соответствует
Примечание – Составлено автором.			

## Приложение Д

Таблица Д.1 – Сравнительный анализ трех компонент ESG

Компонент	Прямой эффект	P-значение	Экономическая значимость
G (Управление)	0,0122%	0,000865	Наиболее значим
E (Экология)	0,0129%	0,000182	Очень значим
S (Социальный)	Незначим	0,915	Незначим

Примечание – Составлено автором.

Таблица Д.2 – Ранжирование по силе синергии с М&amp;А

Компонент	Эффект взаимодействия	Усиление при М&А	Совокупный эффект при М&А
G (Управление)	0,001435	12,8	0,1557%
Общий ESG	0,001416	14,4	0,1522%
E (Экология)	0,001398	11,8	0,1527%
S (Социальный)	0,001412	Бесконечно	0,1406%

Примечание – Составлено автором.

Таблица Д.3 – Ранжирование по силе синергии с М&amp;А

Компонент	Эффект взаимодействия	Усиление при М&А	Совокупный эффект при М&А
G (Управление)	0,001435	12,8	0,1557%
Общий ESG	0,001416	14,4	0,1522%
E (Экология)	0,001398	11,8	0,1527%
S (Социальный)	0,001412	Бесконечно	0,1406%

Примечание – Составлено автором.

## Приложение Е

Таблица Е.1 – Общие характеристики регрессионной модели для G-фактора

Показатели	Значение	Интерпретация
Зависимая переменная	Рыночная капитализация (TobinQ)	Показатель рыночной оценки компании
Ключевая независимая переменная	Управленческий компонент ESG (G-фактор)	Измерение качества корпоративного управления
Количество наблюдений	168	Панель 21 компания × 8 лет (2017–2024 гг.)
Множественный R	0,9985	Экстремально сильная линейная связь
R-квадрат	0,9971	Модель объясняет 99,71% вариации – наивысший показатель среди ESG-компонент
Нормированный R-квадрат	0,9970	Исключительно высокая объясняющая способность
Стандартная ошибка	0,00353	Максимальная точность оценок
F-статистика	10 989,12	Рекордное значение среди всех моделей
Значимость F	4,78E-203	Модель статистически значима ( $p \approx 0$ )
Примечание – Составлено автором.		

Таблица Е.2 – Результаты оценки коэффициентов регрессии для G-фактора

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Статистическая значимость
Константа (Y-пересечение)	0,767313	0,003409	225,077	3,78E-204	***
M&A (бинарная переменная)	-0,004103	0,004660	-0,880	0,379926	Незначимо
G-фактор (управленческий)	0,000122	0,000036	3,394	0,000865	***
Взаимодействие M&A×G	0,001435	0,000060	23,986	3,46E-55	***
ln(Market Cap) (лаг)	0,113588	0,001077	105,476	3,24E-151	***
ln(Assets) (активы)	-0,088524	0,001222	-72,455	2,36E-125	***
Примечание – Составлено автором. Условные обозначения значимости: *** – $p < 0,001$ , ** – $p < 0,01$ , * – $p < 0,05$ .					

Таблица Е.3 – Эффекты влияния G-фактора в различных сценариях

Сценарий	Формула расчета	Влияние на капитализацию	Экономическая интерпретация
Компания без M&A-сделок	$\beta\_G = 0,000122$	+0,0122% на 1 пункт G	Самостоятельное положительное влияние
Компания с M&A-сделками	$\beta\_G + \beta\_Interaction = 0,001557$	+0,1557% на 1 пункт G	Мощный комбинированный эффект
Дополнительный эффект от M&A	$\beta\_Interaction = 0,001435$	+0,1435% дополнительно	Синергия сделки и качества управления
Коэффициент усиления	$(0,001557 / 0,000122) = 12,8x$	В 12,8 раза сильнее при M&A	Качественное изменение влияния
Примечание – Составлено автором.			

**Таблица Е.4 – Статистическая надежность результатов для G-фактора**

Аспект	Показатель	Уровень надежности
Общая значимость модели	$F=10989,12$ ; $p=4,78E-203$	Высокий
Прямой эффект G	$t=3,394$ ; $p=0,000865$	Очень высокий
Эффект взаимодействия	$t=23,986$ ; $p=3,46E-55$	Высокий
Доверительный интервал $\beta$ G	[0,0000512; 0,0001936]	Высокий
Доверительный интервал M&A×G	[0,001317; 0,001554]	Высокий
Объясняющая способность	$R^2=0,9971$	Исключительная
Примечание – Составлено автором.		

**Таблица Е.5 – Интерпретация коэффициентов модели G-фактора**

Переменная	Направление влияния	Содержательная интерпретация
M&A (прямой)	Незначимо отрицательное	Сам факт сделки не создает стоимости
G-фактор (прямой)	Значимо положительное	Качество управления ценится рынком
M&A×G (взаимодействие)	Сильно положительное	M&A раскрывает полную ценность управления
$\ln(\text{Market Cap})$ (лаг)	Положительное	Инерция рыночной оценки
$\ln(\text{Assets})$	Отрицательное	Эффективность использования активов
Примечание – Составлено автором.		

## Приложение Ж

Таблица Ж.1 – Сводная таблица влияния ESG-компонент на капитализацию

Параметр	Общий ESG	Е (Экология)	S (Социальный)	G (Управление)
Качество модели (R <sup>2</sup> )	0,9968	0,9968	0,9966	0,9971
Значимость модели (F)	6,46E-200	7,66E-198	4,05E-198	4,78E-203
Прямой эффект (коэффициент)	0,000106	0,000129	-0,000006	0,000122
Значимость прямого эффекта	p=0,0107*	p=0,000182***	p=0,915	p=0,000865***
Экономический смысл прямого эффекта	+0,0106% на пункт	+0,0129% на пункт	Незначим	+0,0122% на пункт
Эффект взаимодействия с М&А	0,001416	0,001398	0,001412	0,001435
Значимость взаимодействия	p=4,70E-47***	p=2,27E-55***	p=9,37E-37***	p=3,46E-55***
Совокупный эффект при М&А	0,001522	0,001527	0,001406	0,001557
Усиление при М&А	14,4 раза	11,8 раза	Бесконечно	12,8 раза
Ранг по силе влияния	2	3	4	1

Примечание – Составлено автором.  
Условные обозначения значимости: \*\*\* – p < 0,001, \*\* – p < 0,01, \* – p < 0,05.

Таблица Ж.2 – Сравнение статистической значимости компонент ESG

Компонент	Прямой эффект	Взаимодействие с М&А	Общая значимость модели
Общий ESG	Значим (p<0,05)	Высокое (p≈0)	Значима (p≈0)
Е-фактор	Очень значим (p<0,001)	Высокое (p≈0)	Значима (p≈0)
S-фактор	Незначим (p=0,915)	Высокое (p≈0)	Значима (p≈0)
G-фактор	Очень значим (p<0,001)	Высокое (p≈0)	Значима (p≈0)

Примечание – Составлено автором.

Таблица Ж.3 – Экономическая значимость эффектов

Сценарий	Общий ESG	Е	S	G
Без М&А (прямой эффект)	+0,0106%	+0,0129%	~0%	+0,0122%
С М&А (взаимодействие)	+0,1416%	+0,1398%	+0,1412%	+0,1435%
Совокупный при М&А	+0,1522%	+0,1527%	+0,1406%	+0,1557%
Разница (премия за М&А)	+0,1416%	+0,1398%	+0,1412%	+0,1435%

Примечание – Составлено автором.

Таблица Ж.4 – Ранжирование компонент по различным критериям

Критерий	1-е место	2-е место	3-е место	4-е место
Прямое влияние	Е (+0,0129%)	G (+0,0122%)	ESG (+0,0106%)	S (~0%)
Влияние при М&А	G (+0,1557%)	ESG (+0,1522%)	Е (+0,1527%)	S (+0,1406%)
Стат. значимость прямого эффекта	Е (p<0,001)	G (p<0,001)	ESG (p<0,05)	S (p=0,915)
Синергия с М&А	G (0,001435)	ESG (0,001416)	S (0,001412)	Е (0,001398)
Усиление при М&А	ESG (14,4x)	G (12,8x)	Е (11,8x)	S (∞)
Качество модели	G (R <sup>2</sup> =0,9971)	ESG/E (R <sup>2</sup> =0,9968)	S (R <sup>2</sup> =0,9966)	-

Примечание – Составлено автором.

**Таблица Ж.5 – Специфические особенности каждого компонента**

Компонент	Уникальная характеристика	Российская специфика	Практическая импликация
Общий ESG	Сбалансированный эффект, максимальное усиление при M&A	Компромиссный показатель	Хорош для общей ESG-стратегии
E (Экология)	Наибольшее прямое влияние, значимый Tobin's Q	Экология особенно важна для привлекательных компаний	Приоритет для «звездных» компаний
S (Социальный)	Условная ценность (только при M&A)	Социальные инвестиции не ценятся без трансформаций	Стратегический актив только для M&A
G (Управление)	Наибольшая общая значимость, лучшая модель	Ключевой фактор снижения рисков в российских условиях	Приоритет для всех компаний

Примечание – Составлено автором.

**Таблица Ж.6 – Инвестиционные рекомендации на основе анализа**

Тип компании	Рекомендуемый фокус	Обоснование	Ожидаемая отдача
Любая компания	G-фактор	Наибольшая значимость, прямое влияние	+0,0122% на пункт всегда
Компании с высоким Tobin's Q	E-фактор	Дополнительная премия за экологию	+0,0129% + эффект от Tobin's Q
Планирующие M&A	Все компоненты, особенно G	Максимальная синергия	До +0,1557% на пункт G

Примечание – Составлено автором.

**Таблица Ж.7 – Сравнение механизмов влияния компонент**

Механизм влияния	Общий ESG	E-фактор	S-фактор	G-фактор
Сигнализирование качества	✓	✓	Только при M&A	✓✓
Снижение рисков	✓	✓	✓	✓✓✓
Создание синергии в M&A	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓✓
Повышение эффективности	✓	✓	-	✓✓
Улучшение доступа к капиталу	✓	✓	Только при M&A	✓✓
Усиление лояльности стейкхолдеров	✓	✓	✓✓	✓

Примечание – Составлено автором.

**Таблица Ж.8 – Практическая ценность компонент для различных целей**

Бизнес-цель	Наиболее ценный компонент	Второстепенный компонент	Объяснение
1	2	3	4
Рост капитализации	G	E	Наибольшее прямое влияние
Успех M&A-сделки	G	ESG (общий)	Максимальная синергия
Снижение стоимости капитала	G	ESG (общий)	Доверие инвесторов
Управление репутацией	E	S	Восприятие обществом

Окончание таблицы Ж.8

1	2	3	4
Соответствие регуляторным требованиям	G	E	Растущее регуляторное давление
Привлечение талантов	S	E	Социальная привлекательность
Примечание – Составлено автором.			

Таблица Ж.9 – Стратегические выводы по компонентам ESG

Компонент	Стратегический статус	Рекомендуемый уровень инвестиций	Ожидаемый ROI
Общий ESG	Базовая стратегия	Средний	Высокий при M&A
E-фактор	Конкурентное преимущество	Высокий	Высокий, особенно для привлекательных компаний
S-фактор	Стратегический актив (только для M&A)	Низкий (без M&A) / Высокий (с M&A)	Нулевой (без M&A) / Высокий (с M&A)
G-фактор	Стратегический приоритет № 1	Максимальный	Максимальный, особенно при M&A
Примечание – Составлено автором.			

Таблица Ж.10 – Итоговый рейтинг ESG-компонент для российских компаний

Место	Компонент	Общий балл	Сильные стороны	Слабые стороны
1	G-фактор	9,8/10	Максимальная значимость, прямое влияние, лучшая модель	-
2	E-фактор	9,2/10	Наибольшее прямое влияние, связь с Tobin's Q	Чуть слабее синергия с M&A
3	Общий ESG	8,9/10	Сбалансированность, максимальное усиление	Меньше специфических преимуществ
4	S-фактор	6,5/10	Хорошая синергия с M&A	Нулевое прямое влияние
Примечание – Составлено автором.				

## Приложение И

Таблица И.1 – Формирование критериев из данных рейтинга

Критерий	Описание	Шкала оценки
1 Масштаб контроля (Контрольный пакет)	Уровень контроля инвестора над активами и изменениями. Чем выше доля, тем выше контроль	5 – 100% или Имущ. комплекс (полный контроль) 4 – Контрольный/Мажоритарный (контроль с оговорками) 3 – Партнерство/консолидация (разделенный контроль)
2 Стоимость сделки (млн долл. США)	Объем инвестиций. Показывает финансовую емкость и серьезность намерений	5 – свыше 3 млрд долл. США (крупнейшие) 4 – 1–3 млрд долл. США (крупные) 3 – менее 1 млрд долл. США (средние/крупные)
3 Формат (Внутренняя/Трансграничная)	Сложность и риски реализации. Трансграничные сделки сложнее, но могут давать доступ к новым технологиям	5 – Трансграничная (максимальные риски и сложность) 3 – Внутренняя (стандартные риски)
4 Тип покупателя	Стратегическая мотивация и цель инвестирования	5 – Стратегический инвестор/консорциум (цель – долгосрочный контроль и развитие) 4 – Финансовый инвестор (цель – прибыль) 3 – Государственная структура / Росимущество (цель – госуправление активом)
5 Отрасль	Потенциал сделки для ESG-трансформации.	5 – ТЭК, Транспорт, Промышленность (высокий углеродный след и высокий потенциал изменений) 4 – ИТ, Финансы (высокий потенциал через цифровизацию) 3 – Торговля, Услуги, Строительство (средний потенциал)
Примечание – Составлено автором.		