

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования «Национальный исследовательский технологический
университет «МИСИС»

На правах рукописи

КЛЕВАНСКИЙ ВАДИМ ФЕЛИКСОВИЧ

**РАЗРАБОТКА ИНСТРУМЕНТОВ ОЦЕНКИ И ПОВЫШЕНИЯ
ЭФФЕКТИВНОСТИ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРИ
СДЕЛКАХ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ ВЕРТИКАЛЬНО
ИНТЕГРИРОВАННЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ХОЛДИНГОВ (НА
ПРИМЕРЕ ГОРНО-МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ)**

Специальность 5.2.3. – «Региональная и отраслевая экономика»
(экономика промышленности)

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
доктор экономических наук, доцент
Митенков Алексей Владимирович

Москва – 2026

Оглавление

Введение	4
1. Теоретико-методологические основы анализа проблем промышленного развития в части оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений	16
1.1. Теоретическое понимание сделок слияний и поглощений в контексте проблематики задач народно-хозяйственного развития промышленности	16
1.2. Анализ методологий и инструментов оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов (методология событийного анализа, метод накопленной избыточной доходности)	30
1.3. Основные стимулы и мотивы сделок слияний и поглощений с точки зрения задач повышения экономической эффективности деятельности предприятия и вертикально интегрированных промышленных холдингов	53
<i>Выводы по Главе 1</i>	59
2. Развитие методических основ для нового инструментария оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений с учетом долгосрочного горизонта инвестирования	63
2.1. Разработка идей новых подходов к оценке эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений	63
2.2. Подходы к выборке и проведению количественного и качественного анализа базы сделок слияний и поглощений	74
2.3. Анализ и обсуждение результатов статистического анализа базы сделок слияний и поглощений для разработки инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности	80
<i>Выводы по Главе 2</i>	93
3. Разработка и апробация новых инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в вертикально интегрированных промышленных холдингах	96
3.1. Аспекты FoMO как новый фактор влияния на эффективность хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности	96
3.2. Разработка инструментария оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов на основе Риск-Индикатора FoMO	109

3.3. Алгоритм бизнес-процесса повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений и его апробация на примере горно-металлургической отрасли	135
<i>Выводы по Главе 3</i>	<i>154</i>
Заключение	157
Список использованных источников	167
Приложения	188

Введение

Актуальность темы исследования

Одним из ключевых направлений внешнего роста промышленных предприятий и холдингов в российской и мировой практике остаются процессы слияний и поглощений (или M&A, от англ. Mergers & Acquisitions). Эти процессы позволяют укреплять рыночные позиции и повышать внутреннюю экономическую эффективность за счет вертикальной интеграции и синергии при ведении хозяйственной деятельности путем приобретения уже действующих предприятий.

В результате слияний и поглощений формируются крупные корпоративные структуры, в том числе вертикально интегрированные промышленные холдинги, которые концентрируют значительные экономические ресурсы и оказывают существенное влияние на народное хозяйство, являясь важнейшим инструментом роста экономической эффективности в промышленности.

В российской экономике процессы слияний и поглощений играют значимую роль. По данным исследования агентства АК&М¹, объём сделок слияний и поглощений (M&A) в России по итогам 2025 года достиг 3,341 трлн руб., при этом 40,8% от общей стоимости составили сделки предприятий, контролирующим акционером которых является государство².

В Послании Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 года Президентом РФ сформулированы цели в части роста инвестиций: «к 2030 году объём инвестиций в ключевых отраслях должен прибавить 70 процентов», и развития российского фондового рынка: «его капитализация к

¹АК&М информационное агентство : [сайт]. — Москва. — Обновляется в течение суток. — URL: <https://www.akm.ru/> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный

² Рынок коммерческих M&A сделок сокращается на фоне роста числа сделок с госучастием — Текст : электронный // Research & Analytics АКМ. : [сайт]. — 2026. — 12 фев. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/rynok-kommercheskikh-m-a-sdelok-sokrashchaetsya-na-fone-rosta-chisla-sdelok-s-gosuchastiem/> (дата обращения: 12.03.2026).

2030 году должна удвоиться по сравнению с нынешним уровнем и составить 66 процентов ВВП»³.

Во исполнение поручения Президента были выпущены Распоряжение Правительства РФ от 15.08.2024 N 2199-р⁴, а также Информационное письмо Банка России от 13.01.2025 № ИН-02-28/68⁵, рекомендующие публичным акционерным обществам разработку и публикацию стратегии повышения акционерной стоимости в средне- и долгосрочной перспективе, в качестве одного из ее элементов Центральный банк РФ отдельно упоминает слияния и поглощения.

Рост интереса государства к повышению капитализации рынка и высокая доля сделок, заключаемых предприятиями с государственным участием, приводят к необходимости совершенствования оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений акционерных обществ, которые в промышленном секторе в основном представлены вертикально интегрированными промышленными холдингами – структурами, объединяющими под единым управлением предприятия на всех этапах производства: от добычи сырья до реализации готовой продукции.

Согласно исследованиям, от 50 до 90% сделок слияний и поглощений не достигают своих целей, а в худших случаях - «разрушают акционерную стоимость», приводя к убыткам инвесторов⁶. Особого внимания требуют потенциальные отрицательные последствия от сделок слияний и поглощений

³ Послание Президента Федеральному Собранию: сообщение пресс-службы Президента РФ от 29.02.2024 // Официальный сайт Президента Российской Федерации. — 2024. — URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/73585> (дата обращения: 15.12.2025). — Текст: электронный.

⁴ Методические рекомендации по разработке и утверждению стратегий развития акционерных обществ, акции которых находятся в собственности Российской Федерации, и федеральных государственных унитарных предприятий : Распоряжение Правительства РФ от 15.08.2024 N 2199-р — Текст : электронный // Правительство РФ : официальный сайт. — URL: <http://government.ru/docs/all/154770/> (дата обращения: 14.04.2025)

⁵ Банк России. Информационное письмо от 13 января 2025 г. № ИН-02-28/68 «О Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости» — Текст : электронный // ЦБ РФ : официальный сайт. — URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/9943> (дата обращения: 14.04.2025).

⁶ Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. The Big Idea: The New M&A Playbook — Текст : электронный // Harvard Business Review : [сайт]. — 2011. — 15 мар. — URL: <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook> (дата обращения: 14.03.2025)

с критически важными предприятиями, обеспечивающими значимую добавленную стоимость в экономике, в частности горно-металлургической отрасли. С учетом указанных выше совокупных объемов сделок убытки от недостаточно проработанных слияний и поглощений могут быть весьма существенными.

Таким образом, возникает **противоречие** между высокой стратегической значимостью сделок слияний и поглощений как инструмента роста экономической эффективности промышленности и стабильно высокой долей (от 50% до 90%) неудачных сделок, что приводит к постановке **научной задачи** исследования по разработке и теоретическому обоснованию новых методических инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности вертикально интегрированных холдингов при совершении сделок слияний и поглощений, и в частности, в горно-металлургической отрасли.

Изложенное выше определяет актуальность, научную и практическую значимость исследования.

Степень разработанности темы исследования

Особенности функционирования российских промышленных предприятий в условиях повышения эффективности хозяйственной деятельности рассматривались в работах следующих авторов: Бондарчук Н. В., Воронов А.А., Галиев Ж. К., Донцова О.И, Елисеева Е. Н., Жагловская А. В., Жура С. Е., Калинина О.В., Калинин О. И., Костюхин Ю. Ю., Кондраков О.В., Масленников В. В., Митенков А. В., Мясков А. В., Нестеренко Ю. Н., Родионов Д. Г., Самарина В. П., Сборщиков С. Б., Стоянова И. А., Толстых Т. О., Уколов В. Ф., Фадеев А. М., Шмелёва Н. В. и других.

Методологией оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности предприятий при слиянии и поглощении занимались следующие ученые: Ванстинкис К., Фама Ю. Ф., Игнатъев Е. Л., Карелина М. Г., Крыхтин В. Б., Котари С. П., Квока Дж., Махортов А. И., Проскурин С. С.,

Реннебург Л., Скворцова И. В., Стельмахова Е. А., Туньи А. А., Хусаинов З. И. и другие.

Слияниям и поглощениям как бизнес-процессам посвящены работы российских и зарубежных ученых: Владимирова И. Г., Бейкер Х. К., Киймаз Х., Клейнер Г. Б., Мукерджи Т. К., Сахни С., Сировер М., Тихи Г., Траутвайн Ф. и других.

Несмотря на большое количество научных работ и основанных на выявленных в них закономерностях рекомендаций для предприятий, новые исследования не демонстрируют положительной динамики в части роста эффективности сделок слияний и поглощений. Существенную долю сделок, не достигших своих целей, отмечают как исследования конца XX века, так и современные исследования⁷. Таким образом, задача оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов продолжает оставаться актуальной, особенно с учетом задач, поставленных государством, требуя новых инструментов.

Научная идея исследования заключается в разработке инструментов оценки и повышения эффективности на основе учета поведенческого фактора «страха упущенной выгоды» (FoMO), который раскрывает новые аспекты и возможности совершенствования организационно-экономических отношений в вертикально интегрированных промышленных холдингах.

Научная гипотеза исследования строится на предположении, что использование разработанных инструментов с учетом алгоритма их применения повысит эффективность хозяйственной деятельности вертикально интегрированных промышленных холдингов при сделках слияний и поглощений за счет учета поведенческого фактора «страха упущенной выгоды» (FoMO).

⁷ The state of the deal: M&A trends 2020 // Deloitte : [сайт]. — 2021. — URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/m-a-trends-report.html> (дата обращения: 12.05.2025)

Объектом исследования являются вертикально интегрированные промышленные холдинги.

Предметом исследования являются организационно-экономические отношения, возникающие в процессе оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности вертикально интегрированных промышленных холдингов при сделках слияний и поглощений.

Цель и задачи исследования

Целью исследования является разработка инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов. Поставленная цель определяет следующие задачи исследования.

1. Систематизировать недостатки и противоречия существующих краткосрочных и долгосрочных методов событийного анализа в целях оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов и обосновать научную задачу исследования путем анализа и доказательства нецелесообразности дальнейшего использования традиционных инструментов оценки эффективности хозяйственной деятельности при слияниях и поглощениях, основанных на измерении краткосрочных факторов в сделках долгосрочного характера.

2. Предложить в качестве альтернативы традиционным инструментам оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений новый методический подход, основанный на критериях, применяемых руководителями предприятий-покупателей, а также, используя новый подход и на основе статистического анализа выборки фактических результатов хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов, определить корневые экономические причины заключения наиболее экономически убыточных сделок.

3. Разработать, обосновать и апробировать новые инструменты и алгоритм бизнес-процесса оценки и повышения экономической эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов на примере горно-металлургической отрасли.

Методология и методы исследования. Методологической основой исследования является применение общенаучных методов, в частности индуктивного метода при статистическом анализе массива сделок и построении общих выводов; методов экономического анализа, методов математической абстракции при моделировании инструментов, а также использование метода исторических аналогий, позволяющего рассмотреть изучаемые процессы в динамике, а также специальные экономические методы, используемые при оценке сделок слияний и поглощений: метод накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs) и метод индивидуального изучения портфеля сделок (Case study).

В процессе проведения исследования автором ограничено использовались инструменты научного поиска с применением искусственного интеллекта (DeepSeek, ChatGPT) для первичного поиска релевантных источников и перевода иностранных исследований.

Автор заявляет, что искусственный интеллект не является соавтором работы. Все научные положения, выносимые на защиту, новизна исследования, научные результаты и их интерпретация получены автором полностью самостоятельно. Автор несет полную ответственность за достоверность представленных данных и отсутствие фактических ошибок, которые могли возникнуть в результате работы алгоритмов.

Теоретической базой настоящего исследования послужили исследования отечественных и зарубежных ученых по проблемам оценки риска и эффективности сделок слияний и поглощений.

Область исследования соответствует паспорту научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика (Экономика промышленности), п. 2.2. «Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности».

Информационную базу исследования составили массивы внутренней отчетности предприятий горно-металлургической отрасли РФ и мира, а также открытая финансовая отчетность предприятий, участвовавших в сделках слияний и поглощений, законодательные и нормативные акты Российской Федерации, доступные справочные и аналитические ресурсы в сети Интернет, материалы и обзоры инвестиционных банков и консалтинговых компаний.

Научная новизна исследования заключается в разработке и теоретическом обосновании новых инструментов оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов, а также новых методических инструментов, обеспечивающих ее повышение, на основе введения в научный оборот поведенческого фактора «страха упущенной выгоды» (FoMO), и нового интегрального риск-индикатора FoMO (RIF), который аккумулирует данные о «волнах слияний», рыночном оптимизме, интенсивности трансграничных сделок и ценовых трендах.

К наиболее значимым **новым результатам, обладающим научной новизной**, относятся следующие:

1. Впервые систематизированы недостатки и противоречия существующих краткосрочных и долгосрочных методов событийного анализа в целях оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов; что позволило обосновать необходимость разработки новых, более точных и транспарентных, инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и

поглощений (пункт 2.2. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности).

2. С учетом систематизированных противоречий и недостатков существующих краткосрочных и долгосрочных методов событийного анализа и на основе анализа критериев, применяемых руководителями предприятий-покупателей для оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, методом индукции предложены новые, лишенные вышеуказанных противоречий, методические подходы, использующие разработанные автором инструменты Интеграционного ROI и Долгосрочного ROI, для оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, основанные на экономическом анализе отношения изменения прибыльности предприятия-покупателя «до» и «после» сделки к затраченным инвестициям (пункт 2.2. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности).

3. С использованием инструментов Интеграционного и Долгосрочного ROI и проведенного эмпирико-статистического исследования эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, на основе анализа экономических показателей предприятий-покупателей, которые находятся в зоне отрицательных значений прибыльности (по результатам сделки), впервые обосновано влияние на экономические результаты слияний и поглощений органически присущего им «страха упущенной выгоды» (FoMO) и, с учетом наличия данного фактора, разработаны и апробированы новые инструменты и алгоритм бизнес-процесса оценки и повышения экономической эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов (на примере горно-металлургической отрасли) (пункт 2.2. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности на предприятиях и в отраслях промышленности).

На защиту выносятся следующие научные положения:

1. Инструменты оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности должны быть основаны на экономическом анализе изменения прибыльности предприятия-покупателя «до» и «после» сделки, что позволяет, в целях выявления закономерностей и формирования рекомендаций, учитывать реальные прикладные критерии успешности таких сделок с точки зрения руководителей и собственников предприятий.

2. Оценку эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности целесообразно производить на основе измерения «среднесрочной доходности» и «долгосрочной окупаемости» с учетом наиболее убыточных и наиболее прибыльных сделок, что позволяет выявлять устойчивые детерминанты «неудач» и «успеха» данных сделок для создания инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов.

3. Организационно-экономические воздействия для повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов следует осуществлять с использованием авторских инструментов (Риск-индикатора «страха упущенной выгоды» (RIF); чек-листов самоконтроля руководителей предприятий; механизма «санкционированного оппонирования»; сравнения NPV сделки с возможным снижением стоимости всего предприятия-покупателя при реализации негативного сценария после заключения сделки) и на основе разработанного алгоритма бизнес-процесса повышения экономической эффективности, учитывающих фактор «страха упущенной выгоды» (FoMO).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии научного знания экономики промышленности об эффективности сделок слияний и поглощений

путем интеграции результатов научных исследований и синтеза на их основе методических инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов.

Результаты исследования могут быть использованы для дальнейшего изучения экономической природы слияний и поглощений, параметров различных видов сделок, а также совершенствования методических инструментов оценки их эффективности, риска и потенциального влияния на финансово-хозяйственную деятельность вертикально интегрированных промышленных холдингов.

Практическая значимость работы заключается в том, что результаты исследования, предложенные инструменты и рекомендации могут быть использованы для повышения обоснованности принятия экономических решений: регуляторными органами о разрешении или запрещении сделок предприятий с государственным участием; органами управления вертикально интегрированных промышленных холдингов об участии в сделках слияний и поглощений; институциональными инвесторами о приобретении контрольных пакетов акций отраслевых предприятий. В частности, разработаны прикладные инструменты:

- Риск-индикатор «страха упущенной выгоды» (FoMO) – для индикации высоких рисков заключения сделок в периоды продолжительных изменений рыночных условий и повышенного оптимизма инвесторов относительно идущих интеграционных процессов.

- Чек-лист самоконтроля руководителей предприятий – вопросы для самотестирования в целях идентификации подверженности фактору «страха упущенной выгоды» (FoMO).

- Бизнес-процесс «санкционированного оппонирования»: для крупных сделок слияний и поглощений, инициированных высшим руководством -

привлечение специальных рабочих групп для независимой проверки и стресс-тестирования экономических моделей.

- Модель экономического расчета последствий реализации негативных сценариев для стоимости и финансового состояния предприятия-покупателя: при выявлении факторов «страха упущенной выгоды» (FoMO) – внедрение в процесс согласования сделок практики сопоставления потенциальной выгоды (чистой приведенной стоимости (NPV) проекта слияния или поглощения) и возможных потерь (снижение стоимости предприятия-покупателя в случае заключения сделки и при последующем наступлении негативного сценария).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Результаты, выносимые на защиту, высоко достоверны, что аргументируется следующими критериями: системным анализом релевантных современных научных публикаций российских и зарубежных исследователей, применением методик с подтвержденной эмпирической эффективностью; наличием актов внедрения разработок автора в хозяйственную практику предприятий и образовательные программы экономического профиля.

Материалы исследования могут быть использованы в практической деятельности вертикально интегрированных промышленных холдингов, органов государственной и муниципальной власти, участвующих в капитале предприятий, а также институциональных инвесторов. В частности, при принятии ими инвестиционных или разрешительных решений может быть использован набор разработанных инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности.

Результаты исследования внедрены в учебный процесс Национального исследовательского технологического университета «МИСИС» по дисциплинам «Комплексный анализ хозяйственной деятельности предприятия» и «Investment management and mergers and acquisitions».

Разработанные инструменты оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений внедрены в практическую деятельность и бизнес-процессы вертикально интегрированных промышленных холдингов «ЕВРАЗ» и «Распадская Угольная Компания».

Публикации. Основные теоретические и прикладные результаты исследования представлены в научных публикациях с личным авторством и в соавторстве. По теме исследования опубликовано 5 работ в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства науки и высшего образования Российской Федерации по специальности 5.2.3., общим объемом 3,75 п.л.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 156 источников и 4 приложений. Основной текст изложен на 187 страницах, содержит 23 таблицы, 17 рисунков, 9 формул.

Порядок оформления диссертации. Текст диссертации оформлен согласно стандарту ГОСТ Р 7.0.11-2011, список сокращений оформлен согласно стандартам ГОСТ 7.12 и 2.11; иллюстративный материал, в т.ч. формулы оформлены в соответствии с требованиями ГОСТ 2.105 (нумерация таблиц, рисунков, формул поглавная).

Глава 1. Теоретико-методологические основы анализа проблем промышленного развития в части оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

1.1. Теоретическое понимание сделок слияний и поглощений в контексте проблематики задач народно-хозяйственного развития промышленности

Сделки слияний и поглощений (M&A, от англ. Mergers and Acquisitions) представляют собой важный инструмент корпоративной стратегии и структурных изменений в экономике. Согласно определению Г. Б. Клейнера, слияние – это объединение двух или более компаний, в результате которого образуется новая хозяйственная единица, тогда как поглощение предполагает приобретение одной фирмой контроля над другой с сохранением юридической самостоятельности последней⁸. Дж. Фред Уэстон и Сьюзен Э. Хоуг подчеркивают, что M&A направлены на достижение синергетического эффекта, снижение издержек и усиление рыночных позиций⁹.

Для более полного понимания целей, многообразия и сложности сделок слияний и поглощений целесообразно обратиться к представленной ниже схеме.

⁸ Клейнер, Г. Б. Стратегия предприятия / Г. Б. Клейнер. — Москва : Дело, 2019. — 512 с. — ISBN 978-5-7749-1523-4.

⁹ Weston, J. F. Mergers, Restructuring and Corporate Control / J. F. Weston, S. E. Hoag. — New York : Prentice Hall, 2020. — 768 с. — ISBN 978-0-13-489455-3



Рисунок 1 – Укрупненная классификация типов слияний и поглощений

**Разработано автором на основе источника¹⁰*

¹⁰ Ильинская, Е. М. Влияние сделок по слияниям и поглощениям на инновационное развитие Российской фармацевтической отрасли / Е. М. Ильинская, Е. Ю. Блинова // Инновации. — 2010. — № 9. — С. 67-69.

С макроэкономической точки зрения, слияния и поглощения способны способствовать экономическому росту за счёт повышения эффективности деятельности предприятий и усиления конкурентных позиций в отраслях, что нашло свое отражение во множестве работ российских исследователей¹¹. В процессе объединения компаний происходит перераспределение капитала и ресурсов, что способствует их более рациональному использованию и, как следствие, повышению производительности и эффективности экономики в

¹¹ Великий, В. А. Подход к оценке эффективности промышленной интеграции в условиях реализации политики импортонезависимости / В. А. Великий, Т. О. Толстых, Н. В. Шмелева // Естественнo-гуманитарные исследования. — 2024. — № 4 (54). — С. 95-100.; Шаркова, А.В. Трансформация предпринимательской деятельности: новые технологии, эффективность, перспективы. / А.В. Шаркова, А.А. Прудникова, Н.В. Бондарчук [и др.] ; под общей редакцией ректора Финансового университета при Правительстве Российской Федерации д.э.н., профессора М. А. Эскиндарова ; Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования "Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации" (Финансовый университет). — Москва : Дашков и К°, 2021. — 373 с. : ил., табл. : 22 см.; ISBN 978-5-394-04452-6; Финансовый менеджмент и комплексная оценка эффективности функционирования предприятия : монография / И.М. Рожков, А.П. Пантелеев, И.А. Ларионова, Ю.Ю. Костюхин, Е.Н. Елисеева, А.В. Жагловская; под редакцией И. М. Рожкова. — Москва : Издательский Дом МИСиС, 2016. — 157 с.; Воронов, А. А. Экономико-правовые аспекты обеспечения эффективности работы отраслей, предприятий и организаций / А. А. Воронов, О. Н. Валькович // Экономический анализ: теория и практика. — 2004. — № 2 (17). — С. 62-64.; Донцова, О. И. Развитие управленческих механизмов обеспечения технологического прорыва в экономике России / О. И. Донцова, Н. М. Абдикеев, Ю. С. Богачев. // Финансовый университет. — 2019. — №4. — С. 15-31.; Калинина, О. В. Современное состояние и проблематика стратегического управления организацией в контексте цифровой трансформации / Х. И. Фаттахов, О. В. Калинина // Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. Серия: Социальные науки. — 2025. — № 1 (77). — С. 76-85.; Синтяев, С. А. Оценка эффективности управления инновационными проектами с использованием современных методик и инструментов / С. А. Синтяев, Ю. Н. Нестеренко // Экономика: вчера, сегодня, завтра. — 2024. — № 6-1. — С. 464-472.; Родионов, Д. Г. Стратегия повышения эффективности функционирования инновационного предприятия / Д. Г. Родионов, Н. В. Афанасьева // Российский экономический Интернет-журнал. — 2018. — № 4. — С. 94-113.; Карелина, М. Г. Холдинговые структуры как результат реализации политики интеграции / М. Г. Карелина. — Текст : непосредственный // Молодой ученый. — 2016. — № 16-120. — С. 162-165.; Жура С.Е., Кондраков О.В. Анализ инновационного потенциала эффективности на основе равномерного роста производительности труда в отраслях промышленности // Горизонты экономики. 2025. № 5 (92). С. 59-64; Рожков, И.М. Комплексная оценка эффективности функционирования металлургического предприятия / И.М. Рожков, А.А. Бойков, И.А. Ларионова, О.И. Калинин, Ю.Ю. Костюхин // Металлург. — 2016. — № 10. — С. 4-8; Сарычев, А.Е. Повышение роли динамических способностей угольных компаний в условиях резких ценовых колебаний на международных рынках / А.Е. Сарычев, А.В. Мясков, И.А. Стоянова, Н.А. Иванов // Экономика промышленности. — 2024. — Т. 17., № 2. — С. 128-137; Самарина В.П., Скларова Е.А. Формирование финансовой базы роста экономической устойчивости региональной хозяйственной системы // Пространственное развитие территорий: сборник научных трудов VII Международной научно-практической конференции. Белгород, 2025. С. 298-301; Галиев Ж.К., Галиева Н.В., Митенков А.В., Стоянова И.А. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности и проектов на горнодобывающих предприятиях. Москва, 2025; Афанасьев В.Я., Любимова Н.Г., Мищеряков С.В., Уколов В.Ф. Управление экономической эффективностью производственных технологий. Москва, 2024; Сборщиков, С. Б. Оценка потенциала российских промышленных предприятий к интеграции в новых экономических условиях / С. Б. Сборщиков, К. Е. Мазур // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2025. – Т. 7, № 10 (163). – С. 62–68; Антонов, В. Г. Управление рисками приоритетных инвестиционных проектов: концепция и методология : монография / В. Г. Антонов, В. В. Масленников, Л. Г. Скамай, А. М. Вачегин. — Москва : РУСАЙНС, 2016. — 187 с.; Ковалышин, Р. В. Критерии успешной реализации организационных изменений в контексте повышения эффективности системы управления на промышленном предприятии / Р. В. Ковалышин, А. М. Фадеев // Инновации в науке и технике: новые горизонты : сборник статей III Международной научно-практической конференции. – Ульяновск, 2025. – С. 400–408.

целом. Вместе с тем, такие процессы могут привести к негативным последствиям, включая концентрацию рыночной власти и формирование монополий, что оказывает неблагоприятное влияние как на потребителей, так и на экономику в целом. Кроме того, слияния и поглощения оказывают значительное социальное воздействие, влияя на уровень занятости, структуру заработной платы, распределение доходов и вызывая культурные трансформации внутри организаций и сообществ. Особенно важную роль эти процессы играют в странах с развивающейся экономикой, где они часто выступают в качестве катализаторов модернизации и экономического развития, способствуя притоку инвестиций и технологий, стимулируя конкуренцию и способствуя реструктуризации отраслей. Вместе с тем, при недостаточно продуманном проведении экономических реформ и чрезмерной либерализации, слияния и поглощения могут создавать риски, связанные с рыночным доминированием, сокращением рабочих мест и социальными потрясениями¹².

На уровне национальной экономики слияния и поглощения обладают потенциалом стимулировать экономический рост и развитие посредством различных механизмов. В частности, международные слияния и поглощения способствуют привлечению прямых иностранных инвестиций, что особенно важно для стран с формирующейся экономикой, поскольку прямые вложения иностранных инвесторов обеспечивают приток капитала, современных технологий и квалифицированных кадров. Кроме того, данные процессы могут активизировать экономическую деятельность, создавая новые возможности для инвестирования, способствуя развитию рынков капитала и гармонизации бизнес-отношений между странами. Вместе с тем, экономические последствия слияний и поглощений не всегда носят положительный характер. Чрезмерная активность в этой сфере, особенно в

¹² Шматков, Л. М. Сделки слияния и поглощения: роль в социально-экономическом развитии / Л. М. Шматков // Экономика и бизнес: теория и практика. — 2024. — № 6-2 (112). — С. 180-191. — doi: 10.24412/2411-0450-2024-6-2-180-191

виде крупных трансграничных сделок, может представлять угрозу финансовой стабильности. Ярким примером подобных рисков служит глобальный финансовый кризис 2008 года, когда крах крупных финансовых организаций вызвал мировую рецессию¹³.

Слияния и поглощения играют важную роль в процессе консолидации отраслей и формировании их рыночных структур. В ходе жизненного цикла отрасли первоначальная стадия, характеризующаяся высокой фрагментацией и наличием множества мелких предприятий, постепенно сменяется этапом консолидации, реализуемой через слияния и поглощения, что способствует формированию более зрелых, устойчивых и эффективных отраслевых структур. Таким образом, посредством перераспределения ресурсов и реструктуризации слияния и поглощения способны стимулировать конкуренцию и повышать рыночную эффективность, что в конечном итоге способствует увеличению прибыльности крупных объединённых компаний¹⁴.

С другой стороны, высокая активность на рынке слияний и поглощений при недостаточном уровне антимонопольного контроля может негативно сказываться на динамичности и конкурентоспособности рынков за счёт их концентрации. Это способно приводить к формированию монопольных или олигополистических структур, в которых ограниченное число компаний обладает значительной рыночной властью. В таких условиях, когда приобретатель поглощает ключевого конкурента и увеличивает свою долю рынка, наблюдается снижение конкуренции и рост цен, что в конечном итоге оказывает отрицательное влияние на благосостояние потребителей¹⁵.

Мотивом совершения сделок слияний и поглощений также может быть стремление одной, обычно более крупной, компании приобрести результат инновационной интеллектуальной деятельности более успешного в данной

¹³ Gaughan, P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings — Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2011. - 672 с.

¹⁴ Владимирова И.Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент в России и за рубежом. - 2002. - № 1. - С. 26-41.

¹⁵ Казак А.Г. Поглощения и слияния в современной экономике // Проблемы современной науки и образования. - 2014. - № 11. - С. 69-72.

области, но меньшего по размерам, конкурента. Примеры сделок по приобретению стартапов, разработавших уникальные продукты, активно занимающих новую рыночную нишу, либо продвигающих новую популярную торговую марку, служат серьезным стимулом для молодых исследователей и предпринимателей. «Пожалуй, лучший путь развития для небольшой инновационной компании (если не считать теоретической возможности самостоятельного выхода на IPO) — это влиться в состав более крупного производителя»¹⁶. Таким образом, сделки M&A могут способствовать стимулированию инновационной активности за счёт интеграции и обмена знаниями и технологиями между организациями.

Слияния и поглощения оказывают влияние не только на различные макро- и микроэкономические показатели, но и имеют значимые и многогранные социальные последствия. Одним из наиболее заметных из них является изменение уровня занятости. Часто процессы слияний и поглощений сопровождаются сокращением рабочих мест вследствие организационной реструктуризации объединённых компаний, что приводит к росту безработицы и негативно отражается на благосостоянии сообществ и социальной стабильности в целом.

В то же время, в более долгосрочной перспективе некоторые сделки M&A могут способствовать созданию новых рабочих мест, особенно когда объединённое предприятие стремится расширить и диверсифицировать свою деятельность. Кроме того, компании нередко используют слияния и поглощения как альтернативный способ привлечения кадров, особенно в случае приобретения стартапов, где основным активом выступают не материальные или финансовые ресурсы, а квалифицированные специалисты, представляющие ценность для приобретающей организации¹⁷.

¹⁶ Ильинская, Е. М. Влияние сделок по слияниям и поглощениям на инновационное развитие Российской фармацевтической отрасли / Е. М. Ильинская, Е. Ю. Блинова // Инновации. — 2010. — № 9. — С. 67-69.

¹⁷ Махортов, А.И. Влияние сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности российских компаний // Экономика и предпринимательство. — 2023. — № 4 (153). — С. 774-778.

Дилемму между «расширением» и «сокращением» производственных мощностей в результате слияний и поглощений изучали Г.Андрате и Е.Стаффорд (1999), придя к выводу о различных результатах слияний и поглощений в разных макроэкономических обстоятельствах. С одной стороны, значительная часть деятельности по слияниям может быть объяснена факторами, которые мотивируют фирмы к расширению и росту. В большинстве случаев, с точки зрения менеджера, выбор между внутренним инвестированием и приобретением другой фирмы сводится к рассмотрению относительных чистых выгод этих двух вариантов (включая время до их завершения). В таких случаях компании используют слияния в качестве «прокси» для инвестиций.

С другой стороны, слияния также могут быть спровоцированы общеотраслевыми факторами, например, реакцией на изменение структуры отрасли в ответ на какой-либо фундаментальный шок. В этом случае слияния являются способом устранения избыточных производственных мощностей, поскольку дающие сбои механизмы внутреннего управления не позволяют фирмам самим «сокращаться». В частности, враждебные поглощения часто являются «реакцией на неблагоприятные отраслевые потрясения», приводя, в том числе, к сокращениям рабочих мест¹⁸.

Слияния по отраслевым причинам могут быть, в том числе, вызваны попытками участников рынка увеличить свой размер, чтобы позволить себе более крупные капиталовложения. Данный фактор имеет важное значение для конкурентоспособности капиталоемких и наукоемких отраслей, где укрупнение может позволить компаниям выжить и развиваться в условиях жесткой конкуренции и увеличения расходов. Подобный эффект был отмечен, в частности, в электроэнергетике, где рост интенсивности сделок слияний и поглощений «привел к положительным результатам для отрасли и экономики

¹⁸ Andrade, G.M-M. Investigating the Economic Role of Mergers / G.M -M. Andrade, E. Stafford — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 1998. — 12 янв. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.47264> (дата обращения: 14.03.2025).

в целом, выражающимся в увеличении интенсивности обновления основных фондов и, как следствие, в снижении степени их износа»¹⁹.

Интересен также взгляд на слияния и поглощения как на «прорывные события», в некоторых случаях способствующие преодолению барьеров, выстраиваемых в привилегированных зонах мировых рынков с целью удержания доминирующего положения отдельных отраслей или государств²⁰.

Наконец, слияния и поглощения способны оказывать значительное воздействие на общественные ценности и корпоративную культуру. Особое значение имеют трансграничные сделки, в рамках которых объединяются компании с различными культурными традициями, что приводит к взаимодействию и смешению ценностей, норм и практик. Несмотря на то, что подобное культурное взаимодействие может способствовать обмену опытом и повышению разнообразия, оно также нередко вызывает культурные конфликты и сопротивление, что способно затруднять процесс интеграции и отрицательно сказываться на эффективности деятельности объединённой организации.

Таблица 1 – Возможный макроэкономический эффект сделок M&A*

Форма интеграции	Потенциальный положительный эффект	Возможный негативный эффект
Международные слияния и поглощения	Приток капитала, современных технологий и квалифицированных кадров, новые возможности для инвестирования, развитие рынков капитала и гармонизация бизнес-отношений между странами	Избыточный отток капитала (при переплате за актив); угроза финансовой стабильности; геополитические риски.

¹⁹ Стерхов, А. В. Управление стратегическим планированием на основе сделок слияний и поглощений и его влияние на эффективность электроэнергетического комплекса России / А. В. Стерхов // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. — 2023. — № 17 (3). — С. 141-150. — doi: 10.14529/em230313

²⁰ Блохин, А. А. Экономическое доминирование: базовые положения теории и подход к измерению / А. А. Блохин // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2023. — № 1. — С. 6-30. doi: 10.47711/2076-3182-2023-1-6-30

Консолидация	Формирование более зрелых, устойчивых и эффективных отраслевых структур	Снижение конкуренции и рост цен, формирование монопольных или олигополистических структур; сокращение рабочих мест.
Венчурные сделки в инновационных сферах	Стимул для молодых исследователей и предпринимателей (развитие инноваций), создание новых рабочих мест	Монополизация инноваций, устранение и закрытие конкурентов

** Разработано автором*

Глобальные объемы сделок М&А составляют суммы, исчисляющиеся триллионами долларов США. В частности, в 2025 году совокупный мировой объем сделок, превышающих по стоимости 25 миллионов долларов, составил 4,7 триллиона долларов²¹. В российской экономике процессы слияний и поглощений также играют значимую роль. По данным исследования агентства АК&М²², объём сделок слияний и поглощений (М&А) в России по итогам 2025 года составил 3,341 трлн руб. Не прекращались процессы интеграции и реструктуризации активов и в металлургической отрасли. В частности, в 2025 году, по данным агентства АК&М, в российской металлургии было заключено пять транзакций на общую сумму \$626 млн. Наиболее капиталоемкой сделкой рассматриваемого периода стала трансграничная сделка по покупке «Русалом» 26% в индийском глиноземном заводе Pioneer Aluminium Industries Limited за 243,75 млн долл. США (~ 21,1 млрд руб.). В рамках заключенного в марте 2025 года соглашения, «Русал» планирует приобрести до 50% Pioneer в три этапа, итоговая сумма сделки составит 468,8 млн долл. США²³.

²¹ Top M&A trends — Текст : электронный // McKinsey & Company : [сайт]. — 2026. — 13 фев. — URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/top-m-and-a-trends> (дата обращения: 11.03.2026)

²² АКМ, Research & Analytics Рынок коммерческих М&А сделок сокращается на фоне роста числа сделок с госучастием / Research & Analytics АКМ. — Текст : электронный // mergers.akm.ru : сайт — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/rynok-kommercheskikh-m-a-sdelok-sokrashchaetsya-na-fone-rosta-chisla-sdelok-s-gosuchastiem/> (дата обращения: 12.03.2026).

²³ Рынок слияний и поглощений в России в 2025 г: анализ. отчет / КЕРТ. — Текст : электронный // kept.ru : [сайт] — URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2026/02/ru-kept-ma-2025-survey.pdf> (дата обращения: 05.04.2026).

Таблица 2 – Объемы российского рынка M&A*

	2021	2022	2023	2024	2025
Количество сделок	730	682	401	376	290
Объем, млрд долл. США	68,4	41,9	38,8	44,1	27,6

* Разработано автором на основе источника²⁴

Одной из ключевых проблем в сфере M&A остается оценка эффективности заключаемых сделок. Многочисленные эмпирические исследования, посвященные оценке эффективности сделок слияний и поглощений, демонстрируют значительные расхождения в методологических подходах и полученных результатах. В научной литературе выделяются четыре группы критериев успешности транзакций: основанные на рыночных показателях (отражающих динамику цен акций компаний-покупателей и компаний-целей), бухгалтерских показателях, экспертных оценках и данных о последующих продажах ранее приобретенных активов²⁵.

Наиболее распространенным методом оценки эффективности M&A являются событийные исследования (event studies)²⁶. Эмпирические данные свидетельствуют, что продавцы компаний в среднем получают положительную накопленную избыточную доходность (cumulative abnormal returns, или CARs) на уровне 20-40%²⁷. В то же время, около 50% покупателей демонстрируют незначительную отрицательную CARs, тогда как остальные не показывают существенных отклонений²⁸.

²⁴ Там же.

²⁵ Meckl, R. Do M&A deals create or destroy value? : A meta-analysis / R. Meckl, F. Röhrle. // European Journal of Business and Economics. — 2016. — № 11. — С. 45-52.

²⁶ Митенков, А. В. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений / А. В. Митенков, В. Ф. Клеванский // Экономика промышленности. — 2024. — № 17(2). — С. 115-127. — <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>.

²⁷ Martynova, M. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? / M. Martynova, L. Renneboog // Journal of Banking & Finance. — 2008. — № 32(10). — С. 2148–2177. — <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>

²⁸ Goergen, M. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids / M. Goergen, L. Renneboog // European Financial Management. — 2004. — № 10(1). — С. 9–45. — <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00239.x>

Этот феномен может объясняться особенностями рынков, характеризующихся высокой конкуренцией (на которых и был получен данный результат): наличие множества потенциальных покупателей позволяет акционерам приобретаемых компаний извлекать полную экономическую стоимость, оставляя покупателям минимальные возможности для получения положительной аномальной доходности²⁹.

При оценке объединенной компании исследования часто фиксируют положительную CARs на уровне 2% в трехдневном событийном окне, что свидетельствует о незначительном росте акционерной стоимости (Buckmann, 2012). Однако данный метод критикуется, в том числе автором настоящего исследования (см. ниже), за невозможность оценки долгосрочных эффектов. Для долгосрочного анализа (3-5 лет) применяется метод buy-and-hold abnormal returns (BHAR), который чаще выявляет отрицательную аномальную доходность³⁰ (Barber & Lyon, 1997). Интерпретация этих результатов осложняется трудностью отделения эффекта M&A от других факторов, а также отсутствием абсолютно аналогичных фирм-конкурентов в качестве бенчмарков при сравнении динамики их акций с динамикой компаний-покупателей.

Исследования, основанные на бухгалтерских показателях, также не позволяют сделать однозначных выводов. Основная сложность заключается в отсутствии единой методологии расчета финансовых коэффициентов³¹. Наиболее часто используемым показателем является рентабельность собственного капитала (ROE). Согласно исследованиям, 50% сделок M&A приводят к значительному снижению ROE. Обобщение результатов показывает, что более половины работ фиксируют негативное влияние на

²⁹ Glaum, M. Mergers & Acquisitions: Management des externen Unternehmenswachstums / M. Glaum, T. Hutzschenreuter. — Stuttgart : Kohlhammer, 2010. — 406 с.

³⁰ Barber, B. M., & Lyon, J. D. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*. 1997;43(3),341– 372. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)

³¹ Tuch, C. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence / C. Tuch, N. O'Sullivan // *International Journal of Management Reviews*. — 2007. — 9(2) — С. 141–170.

ключевые показатели эффективности³². Таким образом, несмотря на противоречивость результатов, бухгалтерские показатели чаще свидетельствуют о снижении эффективности после сделок M&A.

Экспертные оценки встречаются в литературе реже и подвергаются критике за субъективность³³. При этом они демонстрируют более высокие показатели успешности по сравнению с другими методами.

Исследования, использующие данные о продаже ранее приобретенных активов, преимущественно фиксируют негативные результаты. Однако ограниченное количество исследований в данном направлении не позволяет сделать статистически значимых выводов.

Таблица 3 – Распространенность различных методов исследования эффективности сделок слияний и поглощений*

	Метод измерения эффективности сделок						
	Кратко-срочный	Долгосрочные				Прочие	Итого
		CARs	CARs	BHAR	Return on sales (ROS)		
Кол-во исследований	133	7	34	10	35	35	254
Доля	52%	3%	13%	4%	14%	14%	100%

* Разработано автором на основе источника³⁴.

Анализ существующих исследований позволяет заключить, что успешность сделок M&A не является гарантированной. Более того, совокупность эмпирических данных свидетельствует о преобладании негативного влияния таких транзакций на ключевые показатели

³² Bruner, R. F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker // Journal of Applied Finance. – 2002. – 12(1). – С.48–68.

³³ KPMG Unlocking shareholder value: The keys to success, mergers and acquisitions. Mergers & Acquisitions. Global research report 1999 / KPMG. — Текст : электронный // imaa-institute.org : [сайт] — URL: https://imaa-institute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking-Shareholder-Value-The-Keys-to-Success.pdf (дата обращения: 05.04.2025).

³⁴ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

эффективности. Указанная тенденция прослеживается вне зависимости от используемой методики оценки, хотя степень выраженности эффекта варьируется в зависимости от выбранного подхода. О потенциальных масштабах возможных потерь может свидетельствовать исследование С.Б.Мюллер и др., в рамках которого было исследовано более 12 000 сделок слияний и поглощений за период 20 лет. Данное исследование показало, что, в результате данных сделок, совокупный краткосрочный убыток акционеров компаний-приобретателей составил 218 миллиардов долларов³⁵. В качестве еще одного примера оценки количества неудачных сделок можно привести цитату из исследования компании «МакКинзи» под авторством Т. Келлера, также базирующегося на методах краткосрочного событийного анализа: «Большинство эмпирических исследований показывают, что одна треть или более компаний-покупателей разрушают ценность для своих акционеров»³⁶. Ряд других исследований эмпирически подтверждает долю неудачных сделок на уровне выше 50%³⁷.

Таким образом, несмотря на вывод о том, что в случае достижения эффекта синергии и повышенной результативности сделки M&A положительно сказываются на экономике всей страны и на составляющих ее экономического роста³⁸, получение данного эффекта не гарантировано. Общепризнанной проблемой сделок слияний и поглощений является их рискованный и во многих случаях убыточный характер. Размер потенциальных убытков при этом достаточно велик, а в случае приобретения активов с использованием кредитных ресурсов, отсутствие ожидаемого

³⁵ Moeller, S. B. Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? / S. B. Moeller, F. P. Schlingemann, R. M. Stulz // SSRN : [сайт]. — 2003. — 15 мая. — URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.383560> (дата обращения: 14.12.2024).

³⁶ Koller, T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. — Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons, Inc., 2010. — 811 с.

³⁷ Meckl, R. Do M&A deals create or destroy value? : A meta-analysis / R. Meckl, F. Röhrle. // European Journal of Business and Economics. — 2016. — № 11. — С. 45-52.

³⁸ Колосова, Д. М. Сделки слияний и поглощений: роль в социально-экономическом развитии / Д. М. Колосова, К. А. Кузьмин. // Экономика и бизнес: теория и практика. — 2021. — № 12-1. — С.194-197. — doi: 10.24412/2411-0450-2021-12-1-194-197

экономического эффекта от сделки может означать существенное ухудшение финансового состояния компании-покупателя, вплоть до несостоятельности и последующего банкротства. Данные обстоятельства диктуют потребность в научно обоснованном и взвешенном подходе к подготовке рекомендаций, методологий и инструментов, позволяющих повысить эффективность слияний и поглощений. Препятствием на этом пути является несовершенство и противоречивость существующих методов оценки результатов M&A-транзакций, что диктует также потребность в оценке применимости существующих методов, и разработке улучшенных, адаптированных к задачам бизнеса, инструментов.

Еще одним фактором, определяющим актуальность обозначенной выше проблемы, является участие государства в сделках M&A. Так, по данным агентства АК&М, «компания, контролирующим акционером которых является государство, в 2023 году совершили 52 сделки по приобретению бизнеса на общую сумму \$12,03 млрд (23,8% от общей стоимости). Крупнейшая из них была заключена в финансовых институтах: банк ВТБ приобрел у Банка России санируемый им ранее банк «ФК Открытие» за \$4,83 млрд»³⁹. В 2024 году объемы сделок с государственным участием были близки к прошлогоднему показателю: 53 сделки по приобретению бизнеса на общую сумму \$11,51 млрд (21,2% от общей стоимости). Крупнейшая из них была заключена в транспортной отрасли: банк ВТБ приобрел «Первую грузовую компанию», оценочная стоимость сделки составила \$2741,6 млн⁴⁰. В 2025 году суммарный объем покупок госкомпаний вырос на 46,5% против 2024 года, составив \$16,87 млрд (40,8% от общей стоимости сделок на российском рынке). При этом крупнейшей транзакцией в отрасли стала национализация, а не приобретение — государство изъяло 67,85% группы компаний

³⁹ Госкомпании «сделали» четверть рынка — Текст : электронный // АК&М: информационное агентство : [сайт]. — 2024. — 17 июн. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/sdelok-po-vykhotu-inostrannykh-investorov-iz-gosyiskikh-aktivov-sokrashchaetsya/> (дата обращения: 11.03.2026).

⁴⁰ Объёмы покупок активов через ЗПИФы настораживают — Текст : электронный // АК&М: информационное агентство : [сайт]. — 2024. — 12 фев. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/obyemy-pokupok-aktivov-cherez-zpify-nastorazhivayut/> (дата обращения: 05.07.2026).

«Южуралзолото» у миллиардера Константина Струкова по оценке \$1991,8 млн⁴¹.

Настоящее исследование ставит своей целью теоретическое обоснование несовершенства наиболее распространенных методов исследований, разработку альтернативных методологий, их апробацию, и на этой основе – предложение адаптированных к рыночной практике инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

1.2. Анализ методологий и инструментов оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов (методология событийного анализа, метод накопленной избыточной доходности)⁴².

Методология событийного анализа

Исследования, посвящённые анализу воздействия корпоративной информации на динамику фондового рынка, начали активно развиваться в конце 1960-х годов. В этот период были предложены ключевые теоретические и методологические инновации, включая гипотезу эффективного рынка, модель ценообразования капитальных активов (CAPM), а также современную методику событийного анализа, детально описанную в работе Ю. Фама и др. (1969)⁴³.

Согласно гипотезе эффективного рынка, вся релевантная информация мгновенно и в полном объёме инкорпорируется в рыночные котировки.

⁴¹ Рынок коммерческих M&A сделок сокращается на фоне роста числа сделок с госучастием — Текст : электронный // АК&М: информационное агентство. — 2026. — 12 фев. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/rynok-kommercheskikh-m-a-sdelok-sokrashchaetsya-na-fone-rosta-chisla-sdelok-s-gosuchastiem/> (дата обращения: 12.03.2026).

⁴² Материалы параграфа изложены в следующих публикациях автора: Митенков, А. В. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений / А. В. Митенков, В. Ф. Клеванский // Экономика промышленности. — 2024. — № 17(2). — С. 115-127. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>.

⁴³ Fama, E.F. The adjustment of stock prices to new information / E. F. Fama, L. Fisher, M. C. Jensen, R. W. Roll // International Economic Review. — 1969. — № 1. — С. 1-21. — <https://doi.org/10.2139/ssrn.321524>

Эффективный рынок характеризуется тем, что «цены финансовых активов полностью отражают всю доступную информацию»⁴⁴. Поскольку рыночные котировки определяют распределение доходности среди участников рынка, проблема эффективности приобретает высокую значимость для всех субъектов финансовой системы – от инвесторов и эмитентов до менеджеров и регуляторов.

Таким образом, гипотеза эффективного рынка сформировала ключевой исследовательский вопрос: действительно ли новая информация мгновенно и без искажений учитывается в ценах финансовых активов? Для его решения потребовалась разработка новых аналитических инструментов.

В тот же период, когда Ю.Фама сформулировал гипотезу эффективного рынка, У.Шарп⁴⁵ (1964) и Дж.Линтнер⁴⁶ (1965) разработали модель ценообразования капитальных активов (САРМ). Наряду с концепцией рыночной эффективности, САРМ сыграла ключевую роль в развитии методов выявления доходности, характерной для различных эмитентов. Возможность измерения данного компонента впоследствии, благодаря исследованиям С.Брауна и Дж.Уорнера⁴⁷ легла в основу оценки информационной значимости корпоративных событий.

Значительный методологический прорыв произошел в 1969 году, когда Ю.Фама систематизировал подход к событийному анализу в его современной форме. Ключевой принцип интерпретации заключается в том, что статистически значимые отклонения цен или торговых объемов в "окне события" (период вокруг его наступления) свидетельствуют о содержании новой информации, способной корректировать рыночные ожидания. Данный подход обеспечил эмпирическую основу для изучения влияния разнородных информационных поводов.

⁴⁴ Fama, E. F. Efficient capital markets: II //The journal of finance. – 1991. – Т. 46. – №. 5. – С. 1575-1617.

⁴⁵ Sharpe, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk //The journal of finance. – 1964. – Т. 19. – №. 3. – С. 425-442.

⁴⁶ Lintner, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets // The review of economics and statistics. – 1965. – Т. 47. – №. 1. – С. 13-37

⁴⁷ Brown, S. J. Measuring security price performance / S. J. Brown, J. B. Warner // Journal of financial Economics. – 1980. – Т. 8. – №. 3. – С. 205-258.

Временные горизонты событийного анализа варьируются в зависимости от природы изучаемых явлений:

- Краткосрочный анализ (минуты–дни) фиксирует немедленную рыночную реакцию;
- Долгосрочный анализ (1–5 лет) сталкивается с методологическими сложностями, включая проблему отделения эффекта события от влияния сторонних факторов.

В начальной стадии использования, методология изучения событий не применялась по отношению к слияниям и поглощениям: Р. Болл и Ф. Браун оценивали влияние на рынок публикаций отчетов о прибылях и убытках⁴⁸, в то время как Ю. Фама и др. изучали последствия дробления акций. Согласно С. Котари и Дж. Уорнеру⁴⁹, изучение событий в последующем стало использоваться как основное средство проверки эффективности рынка, а также в смежных областях. Так, в литературе по бухгалтерскому учету большое внимание уделяется влиянию публикаций финансовой отчетности на котировки акций. В области права и экономики событийные исследования используются для изучения эффекта регулирования, а также оценки ущерба в случаях юридической ответственности (С. Котари и Дж. Уорнер, 2004). Метод событийного анализа применяется в расследованиях инсайдерской торговли и манипулировании рынком⁵⁰ благодаря его способности научно обоснованно и аргументированно проводить различие между колебаниями цен, которые отражают диапазон типичных колебаний стоимости ценных бумаг, и неожиданным воздействием на цену.

С. Котари и Дж. Уорнер (2004) выявили 565 работ, использующих метод событийного анализа, опубликованных в различных научных журналах за

⁴⁸ Ball, R. An empirical evaluation of accounting income numbers / R. Ball, P. Brown. // Journal of Accounting Research. — 1968. — № 6(2). — С. 159–178. — <https://doi.org/10.2307/2490232>

⁴⁹ Kothari, S. P. The econometrics of event studies / S. P. Kothari, J. B. Warner // Handbook of corporate finance ; T. 1. — Amsterdam : Elsevier North-Holland, 2007. — С. 3–36. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.608601>

⁵⁰ Fisch, J. E. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation / J. E. Fisch, J. B. Gelbach, J. Klick // Texas Law Review. — 2018. — № 96. — С. 553–621.

период с 1974 по 2000 г. За прошедшие с тех пор годы количество таких исследований значительно возросло.

Одними из первых исследователей, применивших метод накопленной избыточной доходности (CARs) для оценки сделок по слияниям и поглощениям, были Додд и Рубак⁵¹ (1977), а также Дженсен и Рубак⁵² (1983). Их фундаментальные работы заложили основу для широкого применения CARs в качестве метода прогнозирования долгосрочных результатов сделок M&A.

Первые работы по использованию событийных исследований в анализе слияний и поглощений включают также, например, труды Р. Стилмана, который рассматривает 11 горизонтальных слияний с целью выявления потенциальных антиконкурентных сделок⁵³. Его гипотеза заключается в том, что реакция на объявления о сделках, потенциально ограничивающих конкуренцию на рынке, должна привести к подорожанию не только компании-покупателя и компании-цели, но и их рыночных конкурентов.

Вторым по популярности методом событийного анализа, используемым для измерения результатов сделок слияний и поглощений, является метод, основанный на измерении «аномальной доходности покупки и удержания» (от англ. «Buy and Hold Abnormal Returns», или далее «BHAR»). Развитие данного подхода стало следствием попыток статистически измерить доходность акционеров компаний-покупателей на длительных временных отрезках. Свою популярность метод BHAR получил, в частности, после работ Д. Икенберри, Дж. Лаконишока и Т. Вермалена⁵⁴, Б. Барбера и Дж. Лайона⁵⁵. М. Митчелл и

⁵¹ Dodd, P. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis / P. Dodd, R. Ruback // *Journal of Financial Economics*. — 1977. — № 5(3). — С. 351–373.

⁵² Jensen, M. C. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence / M. C. Jensen, R. S. Ruback // *Journal of Financial Economics*. — 1983. — № 11(1-4). — С. 5–50.

⁵³ Stillman, R. Examining antitrust policy towards horizontal mergers / R. Stillman // *Journal of Financial Economics*. — 1983. — № 11(1-4). — С. 225–240. — [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(83\)90012-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(83)90012-0)

⁵⁴ Ikenberry, D. Market under Reaction to Open Market Repurchases / D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen // *Journal of Financial Economics*. — 1995. — № 39. — С. 181–208. — [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)

⁵⁵ Barber, B. M. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics / B. M. Barber, J. D. Lyon // *Journal of Financial Economics*. — 1997. — № 43(3). — С. 341–372. — [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)

Е. Стаффорд описывают доходность «BHAR» как “среднюю многолетнюю доходность от стратегии инвестирования во все фирмы, завершающие мероприятие, и продажи в конце заранее определенного периода удержания по сравнению с сопоставимой стратегией с использованием аналогичных фирм, не участвующих в мероприятии”⁵⁶. Привлекательной особенностью использования BHAR является то, что доходность от покупки и удержания больше напоминает реальный инвестиционный опыт инвесторов – это, в том числе, способствует популярности данного метода.

Частота использования методов событийного анализа в исследованиях эффективности сделок M&A

Краткосрочные исследования событий на сегодняшний день являются самым популярным подходом к оценке слияний и поглощений. Согласно анализу Л. Реннебуг и К. Ванстинкесте, 128 из 151 исследования эффективности сделок M&A (85 %) используют краткосрочный событийный анализ в качестве источника основных выводов. В своей работе авторы приводят подробный свод исследований, где рассмотрены и классифицированы возможные причины успеха или провала сделок M&A⁵⁷. В таблице 4 представлен синтез, переработанный для целей расчета доли краткосрочных событийных исследований в оценке M&A-сделок.

Таблица 4 – Возможные причины успеха или провала сделок M&A (количество и методы исследований)*

Описание фактора, влияющего на эффективность сделок	Метод накопленной избыточной доходности (на	Другие методы	Итого количество применяемых методов исследований	Доля метода накопленной избыточной доходности, %
---	---	---------------	---	--

⁵⁶ Mitchell, M. Managerial decisions and long-term stock price performance / M. Mitchell, E. Stafford // Journal of Business. — 2000. — № 73. — С. 287-329.

⁵⁷ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

	краткосрочном окне событий)			
Высокомерие и самонадеянность – со стороны последовательных покупателей	9	4	13	69
Обучение руководителей и организационный опыт – со стороны последовательных покупателей	8	7	15	53
Исчерпание наиболее интересных целей поглощения – со стороны последовательных покупателей	0	6	6	0
Покупка компаний – бывших покупателей	2	1	3	67
Стимулы и вознаграждение генерального директора	6	6	12	50
Профессиональные и социальные связи	9	6	15	60
Занятость Совета директоров и совмещение нескольких директорских должностей	3	3	6	50
Состав Совета директоров	7	7	14	50
Корпоративная культура	4	2	6	67
Структура собственности: семейные компании	4	1	5	80
Участие менеджмента в акционерном капитале	3	1	4	75
Наличие институциональных инвесторов и активность акционеров	6	9	15	40
Культурная удаленность стран	7	11	18	39
Географическая удаленность	4	1	5	80
Корпоративное управление и защита инвесторов	7	4	11	64

Политические факторы	7	13	20	35
Взаимосвязь между отраслями и товарными рынками	4	6	10	40
Покупка проблемных компаний	5	6	11	45
Реструктуризация и продажа активов после слияния	4	1	5	80
Оплата сделки акциями и их переоценка	3	5	8	38
Альтернативные объяснения	2	4	6	33
Источник финансирования	8	2	10	80
Коэффициент Q -Тобина и волны слияний	3	6	9	33
Перекрестные владения	2	2	4	50
Антимонопольные ограничения	4	2	6	67
Двухэтапные сделки (сначала покупка миноритарного пакета акций)	4	2	6	67
Подготовка к сделке и ее прогнозирование	2	0	2	100
Охват исследованиями аналитиков	0	2	2	0
Сделки после IPO	0	1	1	0
Тип участника торгов, инициирование сделки и метод продажи	4	2	6	67
Итого количество используемых методов	131	123	254	
Процентное соотношение используемых методов	52	48	100	

** Разработано автором с использованием источника⁵⁸*

Представленный в таблице 4 анализ показывает, что наиболее часто применяемый метод анализа в сделках слияний и поглощений – метод

⁵⁸ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

накопленной избыточной доходности⁵⁹ (*Cumulative Abnormal Returns, CARs*). Общая доля применений этого метода составляет 52 %, т.е. более половины.

Согласно тому же источнику, метод BHAR применяется в 13% исследований (или в 34 работах из проанализированных авторами 254), что составляет второй по частоте использования результат в исследованиях эффективности слияний и поглощений с помощью событийных статистических методов анализа.

Метод накопленной избыточной доходности.

«Суть метода событийного анализа состоит в отслеживании реакций фондового рынка на те или иные события, возникающие в результате деятельности участников рынка. Ключевой характеристикой реакции инвесторов является аномальная (избыточная) доходность и накопленная избыточная доходность, возникающие в короткий период до и после события. Основным элементом событийного анализа, как следует из названия метода, является непосредственно событие – сделка слияния и поглощения»⁶⁰.

При этом в качестве даты события используется не дата заключения сделки, а дата публичного появления данной новости (обычно для этого используются сайты раскрытия информации, публикующие объявления эмитентов согласно законодательству о рынке ценных бумаг). В некоторых исследованиях (например, Т. Дусо, К. Гуглер и Б. Юртоглу) в качестве даты события используется первый день, когда в прессе появились слухи о слиянии⁶¹. Для этого авторы применили специальное программное обеспечение – платформу Доу Джонс Интерактив (*Dow Jones Interactive*) для деловых новостей и исследований, объединяющую контент из газет, новостных лент, журналов, исследовательских отчетов и веб-сайтов.

⁵⁹ 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 // Корпоративные финансы. — 2013. — № 7(4(28)). — С. 53–71. — <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.7.4.2013.53-71>

⁶⁰ Погожева, А. А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам / А. А. Погожева // Корпоративные финансы. — 2013. — № 7(2(26)). — С. 35–49. — <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.2.2013.35-49>

⁶¹ Duso, T. Is the event study methodology useful for merger analysis: A comparison of stock market and accounting data / T. Duso, K. Gugler, B. B. Yurtoglu // International Review of Law and Economics. — 2010. — № 30(2). — С. 186–192. — <https://doi.org/10.1016/j.irle.2010.02.001>.

Кроме даты события на результаты событийного анализа существенное влияние может оказать выбор периода времени, в течение которого будут анализироваться цены акций («окно событий»). В методе накопленной избыточной доходности в основном используются периоды в несколько дней, предшествующих появлению информации о событии, и несколько дней после. Период до события применяется в связи с возможными утечками информации и инсайдерской торговлей, которые влияют на котировки акций. Важно отметить, что, согласно исследованию Т. Дусо, К. Гуглер и Б. Юртоглу, наибольшую корреляцию результатов краткосрочного событийного анализа и долгосрочного анализа эффективности сделок слияний и поглощений показывают «окна» событий с увеличенным до 50 дней периодом «до» сделки (что можно, в том числе, трактовать как результат утечек информации и инсайдерской торговли).

Главный принцип метода событийного анализа – измерение «аномальной», или избыточной доходности ценной бумаги. Аномальная доходность – это разница между доходностью, возникающей при наступлении события, и «нормальной» доходностью, которая появилась бы при отсутствии события, т.е. в случае отсутствия сделки слияний и поглощений. Для оценки «нормальной» доходности в анализе событий используются различные варианты моделей, начиная от простейшей со средним и заканчивая многофакторными рыночными моделями.

Метод событийного анализа предполагает, что аномальная доходность (величина отклонения от «нормальной» доходности) отражает влияние события на фондовый рынок, в рамках данного исследования – влияние информации о сделке слияний и поглощений на котировки ценных бумаг.

Метод накопленной избыточной доходности измеряет аномальную доходность в период до и после события, суммируя ее показатели в течение заданного «окна». Рационально обоснованный выбор периода до события важен, так как если событие прогнозируется, то часть аномальной доходности может реализоваться до наступления события.

Проведенный анализ доказывает, что результат измерений для данных методов существенно зависит как от выбранного окна событий, так и от модели «нормальной» доходности, что может приводить к противоречивым выводам.

Ограничения метода накопленной избыточной доходности. В исследованиях событий обычно делаются предположения об эффективности рынка, в частности о том, что реакция рынка на объявления о сделках слияния и поглощения беспристрастно отражает рыночную оценку стоимости, созданной сделкой⁶². Из этого предположения делается вывод, что на основе данной реакции можно оценить, создала или разрушила сделка стоимость для акционеров.

Рассмотрим проблемы методологических и концептуальных ограничений данного метода:

- 1) определение даты события;
- 2) определение окна событий;
- 3) противоречивость результатов исследований;
- 4) отток денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений;
- 5) ожидание сделок слияний и поглощений рынком и наличие этих ожиданий в цене акций;
- 6) арбитражные торговые стратегии;
- 7) отсутствие долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности;
- 8) гипотеза эффективного рынка;
- 9) завышение цены акций компании-покупателя

Изучим каждую из проблем детально.

⁶² Tunyi, A. A. Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals / A. A. Tunyi // Journal of Corporate Finance. — 2021. — Т.66(1). — С. 122–127. — <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>

1. *Проблема определения даты события*, т.е. даты первого появления информации о будущей сделке слияния или поглощения. Данная проблема заключается в том, что если информация о сделке стала каким-либо образом известной рынку до официального объявления, то в момент этого объявления она уже учтена в ценах. В этом случае фиксируемые методом событийного анализа отклонения цены будут измерять отношение инвесторов к объявленной новости с ошибкой. В связи с этим, например, Т. Дусо и др. используют дату появления в прессе слухов о сделке.

В научной литературе (например, Д. Фисч и др.) также упоминается проблема одновременной публикации информации, влияющей на курс отслеживаемых акций, но не относящейся к исследуемой сделке слияний и поглощений⁶³. Д. Фисч и др. приводят несколько примеров, в которых одновременное объявление крупного клиента об отказе от контракта со стороны планируемой сделки, или появление судебного иска, либо другие события влияют на реакцию рынка и размер измеряемой аномальной доходности. Можно также предположить, что часть таких «конкурирующих» с объявлением о сделке событий может не касаться отслеживаемых акций напрямую и публиковаться в источниках, не анализируемых авторами исследований слияний и поглощений. Например, это могут быть объявления конкурентов или регулирующих органов, влияющие на рынок в целом и на прогноз перспектив компании-покупателя и компании-цели. Авторы предлагают способы исключения данного влияния, например, отслеживание внутридневных колебаний рынка. Такие способы, возможно, подходят для исследуемых ими судебных разбирательств по поводу манипулирования рынком, когда все внимание может быть сконцентрировано на одном эмитенте. Однако сложно предположить, что при исследовании сотен и тысяч сделок можно, во-первых, исключить риск попадания в выборку эмитентов, испытывающих одновременное влияние «конкурирующих» событий, и во-

⁶³ Fisch, J. E. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation / J. E. Fisch, J. B. Gelbach, J. Klick // Texas Law Review. — 2018. — № 96. — С. 553–621.

вторых, элиминировать это влияние путем более сложных и трудоемких расчетов.

Все это говорит о том, что в случае анализа слияний и поглощений, даты, вокруг которых происходит отклонение цен акций от «нормы», должны подлежать особо тщательному отбору. В противном случае расчеты не будут учитывать реакцию на объявленную сделку, расчет избыточной доходности будет неверным, а выводы будут неточными.

2. Проблема определения «окна» событий. Результат событийного анализа зависит не только от правильного определения даты события, но и от размера «окна» событий, т.е. периодов «до» и «после» события, в течение которых вычисляются аномальные отклонения цен акций. В частности, Т. Дусо и др. в своей работе отдельно указывают на отличия накопленной избыточной доходности, рассчитанной на длинных периодах («окнах») событий, от результатов, основанных на коротких периодах («окнах»). В некоторых случаях эти результаты имеют даже разные знаки, что при их использовании дает противоположные результаты для одних и тех же эмитентов и одних и тех же событий.

В работе А. Титан⁶⁴ на основе широкого обзора литературы фиксируется результат множества исследований, численно отражающих слабую первоначальную реакцию рынка на появление новой значимой информации. Данную неэффективность рынка относят к невнимательности инвесторов: трудно представить, что все инвесторы одновременно смогут отслеживать новости, касающиеся сотен эмитентов. В связи с этим для адаптации цен акций к появившейся новой информации часто требуется длительный период, в течение которого цены приспособляются к своему новому равновесному значению. Величина данного периода для разных эмитентов будет различной и трудно унифицируемой. При этом, чем длиннее данный период, тем большее

⁶⁴ Țițan, A. G. The efficient market hypothesis: Review of specialized literature and empirical research / A. G. Țițan // Procedia Economics and Finance. — 2015. — № 32. — С. 442–449. — [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1)

влияние на цену акций будут оказывать события, никак не относящиеся к исследуемой сделке слияния и поглощения.

Данная неопределенность размера достоверного «окна» событий, очевидно, может привести к погрешности результатов.

3. *Проблема противоречивости результатов исследований.* В статье И. Скворцовой и др. по результатам анализа исследований, в которых эффективность сделок слияний и поглощений оценивается с помощью метода событий, авторы пришли к следующему выводу: «Отсутствует однозначный ответ на вопрос, создают ли сделки слияний и поглощений стоимость для акционеров компаний: результаты, полученные исследователями, различны не только для развитых и развивающихся рынков капитала, но также и для различных временных периодов»⁶⁵. В рамках фундаментального исследования Л. Реннебург и К. Ванстинкесте, показано, что использование метода накопленной избыточной доходности для проверки одних и тех же гипотез в большинстве случаев приводит к разным выводам (Таблица 5).

Таблица 5 – Анализ противоречивости исследований факторов влияния на эффективность сделок слияния и поглощения*

Фактор, влияющий на эффективность сделок	Накопленная избыточная доходность в разных исследованиях, количество исследований, шт.		
	Отрицательная	Положительная	Незначительная
Высокомерие и самонадеянность – со стороны последовательных покупателей	9		
Обучение руководителей и организационный опыт – со стороны последовательных покупателей	4	1	3
Покупка компаний – бывших покупателей	2		
Стимулы и вознаграждение генерального директора	3	3	
Профессиональные и социальные связи	5	3	1
Занятость Совета директоров и совмещение нескольких директорских должностей	1	2	

⁶⁵ Скворцова, И. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала / И. Скворцова, Е. Игнатьев, Е. Стельмахова и др. // Корпоративные Финансы. — 2014. — № 7(4). — С. 111–125. — <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.111-125>

Состав Совета директоров	2	4	1
Корпоративная культура	0	4	0
Структура собственности: семейные компании	1	2	1
Участие менеджмента в акционерном капитале	1		2
Наличие институциональных инвесторов и активность акционеров	3	2	1
Культурная удаленность стран	5	1	1
Географическая удаленность	3	1	
Корпоративное управление и защита инвесторов	2	5	
Политические факторы	3	2	2
Взаимосвязь между отраслями и товарными рынками		4	
Покупка проблемных компаний	1	4	
Реструктуризация и продажа активов после слияния	1	3	
Оплата сделки акциями и их переоценка	3		
Альтернативные объяснения	1	1	
Коэффициент Q-Тобина и волны слияний		2	1
Перекрестные владения	1	1	
Антимонопольные ограничения	4		
Двухэтапные сделки (сначала покупка миноритарного пакета акций)	3		1
Подготовка к сделке и ее прогнозирование		2	
Тип участника торгов, инициирование сделки и метод продажи	1	2	1

** Разработано автором на основе источника⁶⁶*

4. *Проблема оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений.* Как указывалось выше, событийные исследования реакции рынков капитала на объявления о сделке слияния или поглощения часто показывают снижение цены акций компании-покупателя. Из этого делается вывод о том, что данная «отрицательная аномальная доходность» свидетельствует о негативной оценке сделки инвесторами. Возможны и другие интерпретации данной реакции рынка. В частности, А. Кардаш объясняет данный эффект тем, что «инвесторы в краткосрочной перспективе прогнозируют отток денежных средств у покупателя на покупку

⁶⁶ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

компании, что неотвратно приводит к снижению внутренней стоимости акции»⁶⁷. Данное снижение может говорить, например, о предшествовавшем ожидании акционерами распределения прибыли в форме дивидендов – в этом случае логичной реакцией спекулянтов будет являться продажа акций эмитента, не оправдавшего их ожидания краткосрочной прибыли. В случае успешной сделки данный негативный эффект, очевидно, будет нивелирован притоком более долгосрочных и более информированных инвесторов, но на это потребуется время. Однако краткосрочный событийный анализ в рамках «узкого окна» событий данный приток заметить уже не может.

5. Проблема ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций. Отрицательная доходность акций части компаний-покупателей может объясняться также тем, что рынок ожидает новых слияний и поглощений, например, в отраслях, где эти сделки уже начали происходить. В этом случае данные ожидания уже заложены в цены и, согласно общеизвестной среди инвесторов стратегии «покупай на слухах, продавай на фактах», краткосрочная отрицательная доходность вызвана обычной фиксацией прибыли со стороны рыночных спекулянтов.

Похожая гипотеза высказывается в работе А. Туни, где автор высказывает мнение, что «цены акций уже отражают вероятность компаний стать кандидатами на слияния и поглощения, так что любое изменение цены после объявления о сделке (т.е. эффект от объявления) является не столько реакцией рынка на сделку, сколько пересмотром предыдущих вероятностей. Таким образом, в случае ожидаемых сделок реакция рынка во время краткосрочных окон событий, возможно, плохо отражает представление рынка о выгодном эффекте сделки. Действительно, если цены уже отражают вероятность приобретения, использование методов краткосрочного исследования событий для оценки влияния слияний и поглощений на благосостояние приведет к систематическому смещению результатов в сторону уменьшения».

⁶⁷ Кардаш, А. Создание стоимости в сделках слияний и поглощений / А. Кардаш // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. — 2013. — № 2. — С. 142-144.

Подтверждение того, что рынок может ожидать новых поглощений в рамках отдельной отрасли, и, соответственно, заранее переоценивать акции предприятий этой отрасли, можно найти в статье Г. Андраде и др., предоставивших дополнительные эмпирические свидетельства группировки сделок внутри индустрий, реагирующих таким образом на неожиданные изменения в структуре отрасли. Авторы отмечают, что «данное наблюдение соответствует интуиции практиков и аналитиков о том, что отрасли имеют тенденцию к реструктуризации и консолидации в концентрированные периоды времени»⁶⁸.

Таким образом, событийный анализ может давать систематические ложноотрицательные результаты в случаях, когда вероятность неожиданного объявления о сделках слияний и поглощений, благодаря их концентрации в определенной отрасли, уже заложена в цены акций потенциальных участников.

6. *Проблема арбитражных торговых стратегий.* Марк Митчелл и др. приходят к выводу, что «примерно половина негативной реакции котировок акций в период объявления о слияниях, финансируемых акциями, происходит из-за понижающего ценового давления, вызванного короткой продажей акций приобретателей в результате арбитража по слияниям»⁶⁹. Авторы подробно описывают распространенные на фондовом рынке США стратегии, когда после объявления о сделке, оплачиваемой акциями компании-покупателя, профессиональные игроки производят короткую продажу акций приобретателя и на вырученные средства покупают акции компании-цели. Данные транзакции позволяют им после закрытия сделки слияния получить акции компании-приобретателя в обмен на акции компании-цели в большем объеме, чем было продано в ходе короткой продажи, и таким образом зафиксировать прибыль. Авторы отдельно подчеркивают, что «влияние на

⁶⁸ Andrade, G.M -M. New evidence and perspectives on mergers / G M -M Andrade, M. L. Mitchell, E. Stafford // Harvard Business School, 2001. — 32 с. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.269313>

⁶⁹ Mitchell, M. Price pressure around mergers / M. Mitchell, T. Pulvino, E. Stafford // The Journal of Finance. — 2004. — № 59(1). — С. 31–63. — <https://doi.org/10.2139/ssrn.318539>

благосостояние акционеров, оцененное на основе событийного анализа, занижено для определенных типов слияний» в связи с недооценкой действий профессиональных участников рынка и создаваемого ими и их торговыми стратегиями ценового давления.

7. Проблема отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности. Группа авторов из консалтинговой компании МакКинзи утверждает, что «несмотря на критику краткосрочных исследований реакции рынка на объявления о сделках, дополнительные исследования подтверждают, что первоначальные реакции оказываются устойчивыми и указывают на будущее поведение акций очень точно (как минимум в течение первого года)»⁷⁰. Утверждение о том, что компании, «разрушившие стоимость, в последующем редко ее восстанавливают, и такие сделки могут трактоваться как неудачные», приводится в исследовании консалтинговой компании KPMG⁷¹. М. Сиrowер и С. Сахни, сравнивая реакцию на сделки слияний и поглощений в рамках 10-дневного окна событий с динамикой акций по истечении года, утверждают, что «реакция инвесторов – это убедительные прогнозы будущего, основанные на предыдущих ожиданиях и новой информации, предоставленной компанией об экономической целесообразности сделки»⁷².

Противоположные результаты о прогностической ценности метода накопленной избыточной доходности были получены Дж. Квока и К. Гу при исследовании 41 сделки слияний и поглощений, для которых в последующем была достоверно установлена их антиконкурентность. Данное исследование показало, что в результате прогнозирования эффекта сделок с помощью метода накопленной избыточной доходности «правильные выводы в

⁷⁰ Koller, T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. — Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons, Inc., 2010. — 811 с.

⁷¹ KPMG Unlocking shareholder value: The keys to success, mergers and acquisitions. Mergers & Acquisitions. Global research report 1999 / KPMG. — Текст : электронный // imaa-institute.org : сайт — URL: https://imaa-institute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking-Shareholder-Value-The-Keys-to-Success.pdf (дата обращения: 05.04.2025).

⁷² Sirower, M. Avoiding the "Synergy trap": practical guidance on M&A decisions for CEOs and boards / M. Sirower, S. Sahni // Journal of Applied Corporate Finance. — 2006. — № 18(3). — С. 83–95. — <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00101.x>

отношении антиконкурентных сделок были сделаны только по 25 % слияний»⁷³.

Действительно, трудно предположить, что данные долгосрочные факторы могут быть предсказаны с помощью реакции инвесторов на объявление о сделке. Если же принять, что реакция инвесторов – это результат полученных ими рекомендаций аналитиков фондового рынка (и собственных расчетов, которые имеют аналогичную или более низкую прогностическую ценность), то можно оценить долю правильных выводов инвесторов, основываясь на точности прогнозов финансовых аналитиков. Данную возможность предоставляет работа А. Броневича и др., в которой авторы исследовали качество рекомендаций инвестиционных банков. Согласно исследованию, средняя за три года (с 2012 по 2014 г.) доля верных рекомендаций типа «Покупать», «Продавать», «Держать» по 21 инвестиционному банку на российском рынке составила порядка 53 %⁷⁴. Сложно предположить, что реакция инвесторов на объявления о сделках, являющаяся производной от рекомендаций аналитиков (как внешних, так и внутренних – если говорить о профессиональных участниках рынка), будет способна лучше предсказать долгосрочный эффект слияний и поглощений. Исходя из этого расчет накопленной избыточной доходности, имея точность не более 53 % (по аналогии с рекомендациями инвестиционных банков), или даже 25 % (согласно исследованию Дж. Квока и К. Гу), не может являться единственным и окончательным указателем на эффективность сделок.

Нельзя не отметить, что данному выводу противоречит исследование З.И.Хусаинова (2008), в котором автор эмпирическим путем установил корреляцию между показателями CARs и изменением рентабельности

⁷³ Kwoka, J. Predicting merger outcomes: The accuracy of stock market event studies, market structure characteristics, and agency decisions / J. Kwoka, C. Gu // *The Journal of Law and Economics*. — 2015. — № 58(3). — С. 519–543. — <https://doi.org/10.1086/684225>

⁷⁴ Броневич, А. Г. Исследование конфликтности и детерминант точности прогнозов в рекомендациях российских финансовых аналитиков / А. Г. Броневич, Е. Д. Косяк, А. Е. Лепский, Г. И. Пеникас // Препринт WP7/2015/10. Серия WP7. — Москва : Изд. дом. Высшей шк. экономики. — 2015. — С. 32. — (Серия WP7 «Математические методы анализа решений в экономике, бизнесе и политике»). — 18 экз.

EBITDA компании-покупателя на 2-летнем горизонте после сделки⁷⁵. В данном случае следует отметить недостаточно широкий период исследования (исследовались сделки только за 2001-2004 годы), в связи с чем есть сомнения в том, что такие же результаты удалось бы получить на более широком временном промежутке.

8. *Проблема гипотезы эффективного рынка.* Широкое использование метода краткосрочного событийного анализа в исследованиях результатов сделок слияний и поглощений основано на одной из интерпретаций гипотезы эффективности рынка, «согласно которой рынки капитала являются эффективными и поэтому котировки биржевых акций всегда являются справедливыми», а «аномальные отклонения отражают не заложенные ранее в цены будущие доходы или расходы, вытекающие из сделки»⁷⁶. Данная гипотеза трактует колебания рынка в свете получения свежей информации, такой, как установление нового справедливого уровня цен, отражающего все имеющиеся на рынке знания об эмитенте и его перспективах. Соответственно, если после объявления о сделке справедливая цена эмитента выше, чем была раньше, значит, сделка успешная, если же ниже – то она «разрушила стоимость».

Отметим, что данная гипотеза не считается очевидной и подвергается активной критике со стороны как сторонников теории поведенческих финансов, так и инвесторов-практиков. Исследователями (например, Н. Ворониной и др.), в том числе подвергается сомнению эффективность рынка как таковая: «Инвесторы и финансисты сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными трансакционными и информационными издержками и искажениями, с прочими «несовершенствами» финансовых рынков»⁷⁷. Авторами таких работ

⁷⁵ Хусаинов, З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика / З. И. Хусаинов // Корпоративные финансы. — 2008. — № 2 (1). — С. 12-33.

⁷⁶ Абдуллин, А. Р. Гипотеза эффективности рынка в свете теории финансов / А. Р. Абдуллин, А. Р. Фарахетдинова // Управление экономическими системами. — 2015. — № 4(76). — С. 1-23.

⁷⁷ Воронина, Н. В. Теоретические аспекты слияний и поглощений в современных условиях / Н. В. Воронина, В. А. Бабанин, А. В. Веселова // Дайджест-финансы. — 2006. — № 5(137). — С. 13-21.

ставится под сомнение фундамент, на котором основана интерпретация методов краткосрочного событийного анализа, – справедливость цен.

9. *Проблема завышения цены акций компании-покупателя.* Рынок ценных бумаг подвержен возникновению так называемых пузырей, когда в цены акций закладываются завышенные и нереалистичные ожидания. В такой ситуации сделка по приобретению другой компании, даже основанная на реалистичном подходе менеджмента и потенциально вполне успешная с точки зрения фундаментальных целей, может вызвать переоценку акций самой компании-покупателя. В качестве примера можно привести реакцию рынка на сделки с оплатой акциями. По свидетельству Л. Реннебург и К. Ванстинкисе, данные сделки дают существенно более низкую накопленную избыточную доходность по сравнению со сделками с оплатой денежными средствами. Авторы ссылаются на то, что такие сделки проводятся, когда цена акций компании-покупателя, по оценке менеджмента, завышена, и в этом случае ими выгодно заплатить за приобретение. Сделка служит индикатором рыночного «пузыря», что вызывает соответствующую реакцию инвесторов, часть из которых предпочитает зафиксировать накопленную прибыль. Все это может привести к негативному движению акций, никак не прогнозирующему результат сделки, так как в его основе лежит другой фактор – переоценка инвесторами цены акций компании-покупателя.

10. *Многофакторность интеграционных процессов и как результат – низкая предсказуемость долгосрочного результата сделки.*

М.Ю.Каталкина (2020) выделяет 24 потенциальных причины неэффективности сделок слияний и поглощений⁷⁸, из которых 11 относятся к прединтеграционным этапам сделки (пункты с 1 по 11), 7 – к интеграционной фазе (с 12 по 18), и 6 – к постинтеграционной стадии:

1. Переплата за активы

⁷⁸ Каталкина, М. Ю. Анализ глобального и российского рынков слияний и поглощений: тренды, движущие факторы, эффективность сделок / М. Ю. Каталкина // Вестник университета. — 2020. — № 9. — С. 5-14. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2020-9-5-14>.

2. Сложность в определении реальной стоимости приобретаемых активов
3. Переоценка возможных синергетических эффектов
4. Недоработки в планировании процесса интеграции
5. Недостаточная обоснованность решения об интеграции
6. Необоснованные или неясные цели слияний и поглощений
7. Компании часто не учитывали дальнейшую стоимость инвестиций (помимо затрат на приобретение активов)
8. Недооценка комплекса различий между сложившимися организационными культурами и системами менеджмента
9. Необоснованные амбиции менеджеров
10. Неспособность выявить источники синергии на раннем этапе интеграции
11. Чрезмерная концентрация на правовых, а также финансовых аспектах при планировании процесса интеграции
12. Неэффективная реализация проекта
13. Неэффективность системы информационного обеспечения процесса интеграции
14. Чрезмерно длительный процесс интеграции
15. Невозможность вносить быстрые коррективы по ходу сделки
16. Неэффективная интеграция корпоративных культур
17. Недостаток опыта проведения слияний/поглощений
18. Отсутствие отдельной группы проекта
19. Сопротивление персонала
20. Ошибки в процессе ключевых кадровых назначений
21. Неадекватность организационной структуры и системы управления новым объединением стратегическим целям его развития
22. Интегрированные активы не соответствуют текущей стратегии компании
23. Неэффективная интеграция активов из новой сферы деятельности

24. Отклонение от базового бизнеса

Представляется сомнительным, что информации о сделке на момент ее объявления достаточно для того, чтобы участники торгов могли точно спрогнозировать и взвесить риски указанных выше ошибок менеджмента. Как минимум, в момент первого объявления о сделке невозможно точно спрогнозировать результаты интеграционной и постинтеграционной фаз слияния. Поэтому идея о том, что можно предвидеть долгосрочный результат на основании колебаний курсовой стоимости акций в «окне событий» изначально неверна. Можно предположить, что показатель CARs характеризует общую степень доверия инвесторов к решениям руководства компании-покупателя, а также усредненное впечатление о размере цены приобретаемого актива – но не более того.

Одной из причин распространенности метода краткосрочного событийного анализа является его глубокая статистико-математическая проработанность.

В части исследования слияний и поглощений данная методика привлекает также широкой доступностью набора данных (биржевых цен), информации об объявлениях о слияниях и подборках материалов СМИ об эмитентах. Этим данный метод выгодно отличается от остальных, требующих либо погружения в бухгалтерскую отчетность, либо проведения опросов менеджмента, либо глубокого изучения частных случаев отдельных сделок и их последствий – что практически невозможно сделать на выборках из тысяч сделок, чтобы представить научному и инвестиционному сообществам статистически достоверные результаты. К тому же данные методы имеют свои дефекты и отклонения. Казалось бы, логичным выглядит использовать долгосрочный событийный анализ с окном событий, соответствующим выявлению фактических результатов слияний и поглощений, но результаты такого анализа будут сильно подвержены влиянию большого объема новой информации, появившейся после сделки, не имеющей к ней никакого

отношения. Все эти факторы приведут к тому, что метод краткосрочного событийного анализа, несмотря на имеющиеся существенные недостатки, будет превалировать в исследованиях результатов слияний и поглощений. При этом следует отметить, что исследования в данной области могут дать хороший ориентир менеджменту публичных компаний в части возможной краткосрочной реакции рынка на планируемые им сделки.

Однако использование данного метода для оценки долгосрочной эффективности сделок M&A может привести, как минимум, к неточным результатам. Метод CARs содержит ряд концептуальных ограничений и методологических проблем, в частности проблемы: определения даты события; определения окна событий; противоречивости результатов исследований; оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений; ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций; арбитражных торговых стратегий; отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности; гипотезы эффективного рынка; завышения цены акций компании-покупателя.

Тонкости выбора даты события, параметров расчета, влияние на результаты рыночных ожиданий и стратегий инвесторов, спорная прогнозная ценность с точки зрения достижения долгосрочных целей сделок – все это приводит к выводу о том, что относиться к краткосрочному анализу событий в случае исследований слияний и поглощений нужно с осторожностью, не принимая его результаты на веру и при возможности перепроверяя с учетом имеющейся критики. Выявление недостатков и ограничений метода приводит к выводу о необходимости выработки других, лишенных указанных выше недостатков и ограничений, способов оценки результатов сделок слияний и поглощений.

1.3. Основные стимулы и мотивы сделок слияний и поглощений с точки зрения задач повышения экономической эффективности

деятельности предприятия и вертикально интегрированных промышленных холдингов

С точки зрения экономики предприятий, согласно Г.Тичи⁷⁹, в научных исследованиях было разработано множество теорий, пытающихся объяснить мотивы заключения сделок M&A:

- Одна группа объяснений основана на преимуществах приобретений, повышающих эффективность как за счет использования синергии или возможностей роста (гипотеза синергии), так и за счет улучшения управления и/или организации (гипотеза корпоративного контроля).
- Вторая группа указывает на заинтересованность менеджеров в приобретениях, будь то ошибочное мнение, что они лучше справляются с поставленной задачей (гипотеза высокомерия), что они верят в более высокое качество своих инвестиционных решений по сравнению с решениями акционеров (гипотеза свободного денежного потока), или что они действуют, чтобы получить личные преимущества (гипотеза создания империи, либо «агентская проблема»).
- Приобретение в целях диверсификации (гипотеза диверсификации).
- Гипотеза рыночной власти рассматривает борьбу за долю рынка и право устанавливать цены как доминирующий мотив приобретений.
- Последняя группа теорий рассматривает приобретения как реакцию на изменения в окружающей среде: на такие потрясения, как новые технологии или дерегулирование (гипотезы о потрясениях), или на политику конкурентов (защитные приобретения).

В качестве ключевых источников данных теорий целесообразно упомянуть следующие исследования⁸⁰:

⁷⁹ Tichy, G. What We Do Know About Success and Failure of Mergers? / G. Tichy // Journal of Industry, Competition and Trade. — 2001. — Vol. 1, № 4. — С. 347–394. — doi: 10.1023/A:1019521325295

⁸⁰ Rohra, N. Motives Behind Mergers & Acquisitions: Theory & Critical Review of Literature / N. Rohra, K. Chawla // EPRA International Journal of Economic and Business Review. — 2015. — Т. 3, № 4. — С.253-257.

Ф.Траутвейн (1990)⁸¹ разделил причины слияний на семь групп: эффективность, монополия, построение империи, рейдерство, оценка, процесс и теория возмущений. Теория эффективности утверждает, что слияния осуществляются для достижения синергии, тем самым принося пользу акционерам приобретающей фирмы. Теория монополии утверждает, что слияния осуществляются для увеличения рыночной власти, тем самым передавая богатство от клиентов к приобретателю. Согласно Теории построения империи, менеджеры идут на слияния и поглощения для достижения своих личных целей, а не для максимизации богатства акционеров. Теория рейдерства предполагает получение выгоды для акционеров приобретающей фирмы за счет акционеров целевой фирмы. Теория оценки утверждает, что менеджеры идут на слияния, когда у них есть лучшая информация о стоимости объекта, чем на фондовом рынке, тем самым принося прибыль своей фирме. Теория процессов утверждает, что слияния осуществляются на основе результатов различных процессов; это может быть потребность в экспертных знаниях, неопределенность, политическое давление, отсутствие планирования и т.д. Наконец, теория возмущений утверждает, что слияния и поглощения могут быть вызваны экономическими потрясениями, такими как нефтяной кризис и т.д.

Беркович и Нараянан (1993)⁸² изучали три основные причины, по которым фирмы идут на поглощения: синергия, высокомерие и агентская проблема. Они обнаружили, что синергия является доминирующим мотивом. Агентскую проблему они определили как основной мотив при поглощениях с отрицательной CARs. Агентская гипотеза предполагает, что менеджеры предпринимают приобретения для достижения своих личных целей, а не для максимизации богатства акционеров фирмы.

⁸¹ Trautwein, F. Merger Motives and Merger Prescriptions / F. Trautwein // Strategic Management Journal. — 1990. — № 11 (No. 4, May/June). — С. 283-295.

⁸² Berkovitch, E. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation / E. Berkovitch, M. P. Narayanan // Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 1993. — № 28(3). — С. 347-362.

Гулд и Кэмпбелл (1998)⁸³ указали, что источниками синергии для объединенных компаний являются "общие ноу-хау, объединенная переговорная власть, скоординированные стратегии, вертикальная интеграция, совместное создание бизнеса и общие материальные ресурсы". Авторы, однако, предположили, что менеджеры подвержены четырем типам предубеждений, а именно: склонны переоценивать выгоды и недооценивать затраты на синергию; полагают, что синергии можно будет достичь, благодаря одному только объединению компаний; считают, что все ноу-хау, необходимые для реализации синергии, будут доступны внутри организации; сосредотачиваются только на потенциальных преимуществах синергии и упускают из виду негативные моменты.

Г.Андраде и Е.Стаффорд (1999) рассматривали слияния и поглощения в разных макроэкономических обстоятельствах. При расширении фирмы сделки M&A часто являются альтернативой внутреннему инвестированию, при этом целесообразность приобретения другой фирмы сводится к рассмотрению относительных чистых выгод двух данных вариантов (включая время до их завершения). При возникновении внешних обстоятельств, требующих сокращения производства, сделки слияний и поглощений позволяют реструктурировать находящиеся в кризисе предприятия.

Кроме мотивов менеджмента, в целях решения задач настоящего исследования, были изучены методы и инструменты, применяемые руководством компаний для обоснования целесообразности принимаемых решений. Обычно в контексте слияний и поглощений оценивается инвестиционная стоимость компании, отражающая её способность генерировать положительные денежные потоки в будущем.

⁸³ Goold, M. Desperately Seeking Synergy / M. Goold, A. Campbell // Harvard Business Review. — 1998. — С. 131-143.

В современной практике применяются три основных подхода к оценке стоимости бизнеса:

1. Доходный подход;
2. Затратный подход;
3. Сравнительный подход.

Несмотря на общую цель — определение стоимости компании — эти подходы базируются на различных методах и принципах, что обуславливает их специфические преимущества и ограничения. В связи с этим представляется целесообразным провести их сравнительный анализ.

Сравнительный подход

Данный метод основан на сопоставлении целевой организации с аналогичными компаниями, участвовавшими в сделках ранее, или на поиске предприятий со схожими характеристиками. Важным аспектом является премия, выплачиваемая собственникам бизнеса, которая, как правило, должна быть ниже величины предполагаемого синергетического эффекта.

Затратный подход

Суть данного метода заключается в оценке стоимости активов организации, включая материальные и нематериальные ресурсы. При этом активы могут быть как приобретены на рынке, так и созданы внутри компании.

Доходный подход

Наиболее распространенным в практике оценки стоимости бизнеса и расчета синергетического эффекта является доходный метод. В его рамках синергия рассматривается как прирост дисконтированных денежных потоков для акционеров. Основу метода составляет дисконтирование денежных потоков (ДДП), а ключевыми факторами роста денежных потоков выступают:

- снижение издержек;
- налоговая оптимизация;
- увеличение выручки и др.

Таблица 6 – Достоинства и недостатки различных методов оценки*

Метод оценки	Достоинства	Недостатки
Сравнительный подход	Учитывает рыночные ожидания инвесторов (через цену акций). Позволяет использовать рыночные мультипликаторы (P/E, EV/EBITDA и др.). Отражает реальные сделки на рынке.	Зависит от рыночных колебаний (акции могут быть переоценены или недооценены). Нет абсолютно идентичных компаний для сравнения. Не учитывает возможные синергетические эффекты.
Затратный подход	Позволяет точно оценить стоимость материальных активов. Подходит для ликвидационной стоимости. Полезен для компаний с большим объемом активов (например, производственных)	Не учитывает нематериальные активы бизнеса. Игнорирует будущие денежные потоки. Не применим для оценки синергетического эффекта.
Доходный подход	Учитывает будущие денежные потоки и синергию. Позволяет моделировать различные сценарии роста. Наиболее точен для оценки инвестиционной стоимости	Требует сложных прогнозов (риск ошибки в оценке DCF). Чувствителен к выбору ставки дисконтирования. Менее объективен из-за субъективных допущений

* Разработано автором

Наиболее важные причины слияний или поглощений были исследованы в статье Т. Мукерджи и др.⁸⁴. с помощью опроса финансовых директоров компаний, которые в прошлом проводили сделки слияний и поглощений (Таблица 7).

Таблица 7 – Основные мотивы слияний и поглощений с точки зрения менеджмента**

Мотивы	Процент от общей совокупности ответов	Наличие ожиданий долгосрочного эффекта от сделки*
Получение синергетического эффекта	37,3	Да
Диверсификация	29,3	
В том числе:	14,7	Да

⁸⁴ Mukherjee, T. K. Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs / T. K. Mukherjee, H. Kiyamaz, H. K. Baker // Journal of Applied Finance. — 2004. — С. 7–24.

– минимизация негативных эффектов в периоды спада рынка		
– сглаживание сезонных эффектов	4,1	Да
– повышение эффекта внутреннего распределения капитала	3,7	Да
– другое (например, расширение клиентской базы, повышение опыта слияний и т.п.)	6,9	Да
Реорганизация и реструктуризация бизнеса	10,7	Нет
Покупка компании дешевле замещающей стоимости	8	Нет
Использование избытка денежных средств	5,3	Нет
Снижение налогов за счет убытка приобретаемой компании	2,7	Нет
Прочие	6,7	
<i>Итого</i>	100	

* Исходя из предпосылки, что данные эффекты не могут быть получены в краткосрочной перспективе и имеют продолжительный характер.

***Разработано автором на основе источника⁸⁵*

Анализ данных, приведенных в таблице 7, позволяет сделать вывод о том, что порядка 2/3 менеджеров при принятии решений о слияниях и поглощениях ориентируются на получение результатов в средне- и долгосрочной перспективе. При этом в исследовании Мукерджи и др. установлено, что еще больше – почти 83 % – фирм-приобретателей применяют модели дисконтированного денежного потока для определения стоимости приобретаемых компаний. Получение заложенного в данные модели экономического эффекта зависит от множества факторов, которые трудно с высокой степенью достоверности спрогнозировать в момент объявления о слиянии: рыночных цен, конкурентной среды, изменений процентных ставок и стоимости кредита, курсов валют и т.п. Другим немаловажным фактором является достижение запланированных синергетических эффектов. Согласно Т. Мукерджи и др., на данный эффект в различных сделках рассчитывали 92% всех респондентов, а не только 37,3%, прямо указавших на синергию как основной мотив для сделки. При этом около 90% из них заявили в качестве

⁸⁵ Mukherjee, T. K. Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs / T. K. Mukherjee, H. Kiyamaz, H. K. Baker // Journal of Applied Finance. — 2004. — С. 7–24.

основного источника синергии улучшение операционных показателей (рост производительности или снижение издержек). Их достижение зависит от успеха интеграции приобретенной компании, которая часто является трудоемким и требующим значительного времени процессом.

Наличие недостатков и субъективных допущений во всех методах оценки активов, включая предпочитаемый менеджментом метод ДДП, а также существенная неопределенность реализуемости интеграционных планов после закрытия сделки, приводят к тому, что, согласно опросам, почти 50% руководителей компаний говорят, что “внутреннее чутье” либо важно, либо очень важно для решений о слияниях и поглощениях. По этой причине на их решения существенное влияние оказывают поведенческие факторы, в том числе такие, как азартность⁸⁶, что с большей вероятностью может приводить к неоптимальным результатам. Данное обстоятельство дополнительно подтверждает актуальность научной проблемы разработки инструментов, позволяющих снизить риски сделок слияний и поглощений.

Выводы по Главе 1

1. Произведена систематизация макроэкономических эффектов сделок слияний и поглощений, в числе которых способность содействовать экономическому росту за счёт:
 - повышения эффективности деятельности предприятий и усиления конкурентных позиций объединяющихся компаний;
 - перераспределения капитала и ресурсов, что способствует их более рациональному использованию;
 - использования слияний и поглощений как еще одного инструмента доступа крупных компаний к результатам инновационной интеллектуальной деятельности, с возможностью их более

⁸⁶ Schneider, C. Acquisitions as Lotteries: Do Managerial Gambling Attitudes Influence Takeover Decisions? / C. Schneider, O. Spalt. // SSRN : [сайт]. — 2011. — 12 окт. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1942968> (дата обращения: 14.12.2024).

эффективного внедрения со стороны компаний-покупателей, за счет наличия у них большего объема ресурсов и возможностей;

- придания дополнительных стимулов разработчикам инновационных продуктов;
- создания новых рабочих мест в случаях, когда объединённое предприятие стремится расширить и диверсифицировать свою деятельность;
- использования слияний и поглощений как инструмента оздоровления рынка и крупных компаний, в случае изменения рыночной ситуации и перехода части их активов в разряд «непрофильных» или «неперспективных» - в этих случаях данные активы могут быть реструктурированы более гибкими и эффективными участниками рынка;
- привлечения новых внешних инвестиций и технологий.

2. Отмечены потенциальные негативные последствия сделок слияний и поглощений, в числе которых, кроме антиконкурентных и социальных факторов, риски разрушения стоимости компаний-приобретателей в случае неадекватной оценки приобретаемого актива, переоценки синергий, личностных факторов. Также указаны риски необоснованного оттока денежных средств из государственных компаний – участников сделок М&А, в случае переплаты за приобретаемые активы, а также оттока средств за рубеж в случае приобретения иностранных активов.
3. Несмотря на наличие глубоко проработанного нормативного аппарата, позволяющего снизить риски негативного влияния слияний и поглощений на конкурентную среду, возможная неэффективность сделок М&А не является предметом регулирования (кроме последних «контрсанкционных» указов в отношении сделок с компаниями из «недружественных» юрисдикций), а критерии рискованных сделок не кодифицированы.

4. В диссертационной работе отмечено наличие множества исследований, подтверждающих высокий процент сделок слияний и поглощений, не достигающих запланированной эффективности. Множество исследований эмпирически подтверждает долю неудачных сделок на уровне выше 50%.
5. Данная работа выявляет и иллюстрирует факт противоречивости имеющихся методов оценки эффективности сделок. Более половины исследований основаны на методах краткосрочного событийного анализа, прогностическая ценность которых достаточно сомнительна.
6. На основе проведенного анализа современных научных теоретических и эмпирических исследований, посвященных оценке эффективности сделок слияний и поглощений, приведены и подробно систематизированы ограничения метода накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs). Впервые проведен научный синтез ограничений данного метода с точки зрения возможности точного предсказания конечных результатов сделок. В частности, рассмотрены следующие проблемы метода CARs: определения даты и окна событий; противоречивости результатов исследований; оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений; ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций; арбитражных торговых стратегий; отсутствия долгосрочной прогнозной ценности метода накопленной избыточной доходности; гипотезы эффективного рынка; завышения цены акций компании-покупателя. Сделан вывод о неточности метода при его использовании в оценке эффективности слияний и поглощений.
7. Проанализированы способы оценки, применяемые руководителями компаний-приобретателей при планировании сделок M&A и оценке компаний-целей. Сделан вывод о существенном превалировании метода дисконтированных денежных потоков в практике принятия соответствующих решений.

8. Таким образом, в Главе 1 произведен необходимый анализ и приведены доказательства нецелесообразности дальнейшего использования традиционных методов оценки эффективности сделок слияния и поглощения, основанных на измерении краткосрочных факторов в сделках долгосрочного характера (в частности, метода CARs). Сделан вывод о необходимости разработки и применения альтернативных методов оценки эффективности сделок M&A, близких к практике принятия соответствующих решений менеджментом компаний-покупателей, с целью разработки инструментов повышения их эффективности.

Глава 2. Развитие методических основ для нового инструментария оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений с учетом долгосрочного горизонта инвестирования.

2.1. Разработка идей новых подходов к оценке эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений⁸⁷

Идеи новых подходов и связанные с ними гипотезы

Слияния и поглощения – попытка предсказать будущее. При разработке объективного метода выявления эффективных сделок слияний и поглощений необходимо руководствоваться гипотезой о том, что любая сделка слияния или поглощения – это попытка предсказать будущее как минимум на несколько лет вперед. Как показывают исследования и опросы, подавляющее большинство компаний (83%) при принятии решения о сделке использует метод дисконтированных денежных потоков (ДДП). Ключевым недостатком данного метода является то, что все расчеты строятся на допущениях о *будущих* денежных потоках, предсказать которые с достаточной точностью возможно только в условиях приобретения стабильного и не зависящего от внешней волатильности бизнеса. Однако даже в этом случае бывает сложно предсказать изменение макроэкономических условий (курсы валют, изменения ставок, логистические проблемы в период пандемии COVID-19 или из-за вооруженных конфликтов и т.п.). Модели ДДП также нередко содержат методологические ошибки, приводящие к существенным отклонениям в результатах⁸⁸. Очевидно, что менеджеры и аналитики, участвующие в подготовке решения, не знают точного будущего, а основываются на предположениях. Исследование А. Броневича и др. позволяет оценить

⁸⁷ Материалы параграфа изложены в следующих публикациях автора: Митенков, А. В. Разработка новых подходов к прогнозированию и оценке эффективности сделок слияния и поглощения / А. В. Митенков, В. Ф. Клеванский // Экономика промышленности. – 2025. – Т. 18 (2). – С. 254-264. – <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>.

⁸⁸ Green, J. Errors and questionable judgments in analysts' DCF models / J. Green, J.R.M. Hand, X.F. Zhang // Review of Accounting Studies. — 2016. — № 21(2). — С. 596–632. — doi:10.1007/s11142-016-9352-4

эффективность этих предположений, основываясь на доле верных рекомендаций, публиковавшихся для своих клиентов крупнейшими российскими банками – доля верных рекомендаций составила порядка 50%⁸⁹: для компании-покупателя вероятность получения положительного эффекта от сделки близка к 50%, и ту же величину, 50%, составляет и вероятность отрицательного исхода. При этом данное рассуждение верно для обычных сделок на рынке ценных бумаг. Однако в ходе слияний и поглощений покупатель поставлен в заведомо невыгодные условия – в большинстве случаев ему приходится платить за актив цену, превышающую биржевую, в рамках конкурентных и корпоративных процедур. Таким образом, вероятность заключить сделку, которая не оправдает первоначальных ожиданий, составляет более 50%. Исследования, которые приводят к таким результатам, с данной точки зрения не открывают ничего неожиданного.

Критерии успеха сделки

Л. Реннебуг и К. Ванстинкесте в своей работе задаются закономерным вопросом: «Почему участники торгов упорствуют в проведении сделок слияния и поглощения, в то время как десятилетия исследований показывают, что предварительная вероятность успешного и прибыльного поглощения публичной компании невелика?»⁹⁰. Однозначного ответа исследования не дают, часто фиксируясь на поиске влияющих на принятие решений негативных поведенческих и личностных факторов, таких как «высокомерие», «самоуверенность» и даже «склонность к азартным играм». В связи с этим будет полезно подробнее исследовать мотивы руководителей фирм-покупателей, а также то, что для них представляет собой “успех” в случае сделки слияний и поглощений.

⁸⁹ Броневиц, А. Г. Исследование конфликтности и детерминант точности прогнозов в рекомендациях российских финансовых аналитиков / А. Г. Броневиц, Е. Д. Косюк, А. Е. Лепский, Г. И. Пеникас // Препринт WP7/2015/10. Серия WP7. — Москва : Изд. дом. Высшей шк. экономики. — 2015. — С. 32. — (Серия WP7 «Математические методы анализа решений в экономике, бизнесе и политике»). — 18 экз.

⁹⁰ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

Первый ответ на обозначенный Л. Реннебург и К. Ванстинкисте вопрос: возможно, менеджмент готов смириться с краткосрочным падением цены акций своей компании, вызванным реакцией инвесторов на сделку слияний и поглощений (при том, что большинство исследований считает такой результат «провалом» всей сделки в целом). Действительно, совокупное падение на несколько процентов относительно рынка не выглядит катастрофой, и вполне допустимо на краткосрочном временном промежутке, т.к., по расчетам принимающих решение руководителей, окупится в последующем.

Среди других причин можно предположить скепсис менеджмента по отношению к гипотезе эффективного рынка и справедливости рыночных оценок компаний – как своей, так и компании-цели (и действительно, в противном случае обычная логика не позволяла бы платить премии к «справедливым» рыночным ценам при слияниях). Менеджмент предполагает, что он знает о перспективах своей и приобретаемой компаний больше, чем биржевые инвесторы (и это действительно так). Это мнение подкрепляют имеющиеся в распоряжении руководителей компаний технические и маркетинговые исследования, заключения специалистов и ДДП-модели, недоступные большинству рыночных игроков.

Еще одно предположение: получение результатов после сделки, с точки зрения менеджмента – это не «прогнозирование» будущего, а в первую очередь – «результат реализации плана мероприятий». Будущее при данном подходе не является неопределенным, а зависит от запланированных усилий: по снижению затрат, расширению клиентской базы, общему повышению эффективности объединенной компании. Таким образом, переплата в рамках слияний и поглощений, а также возможное падение акций сразу после сделки, с точки зрения менеджмента, оправданы, и должны окупиться за счет дополнительных знаний менеджмента и реализации интеграционного плана.

Принимая за основу высказанные выше гипотезы, можно предположить, что руководство компаний-покупателей ожидает получения положительного

эффекта от сделки, но не в краткосрочной, а в средне- или долгосрочной перспективе.

Опрос менеджеров 50 компаний, принимавших участие в сделках слияний и поглощений⁹¹, показывает, что одним из факторов успеха подавляющее большинство участников сделок считает завершение всех интеграционных мероприятий компании-покупателя и компании-цели в течение 1 года. Еще более значимым фактором для участников опроса является достижение намеченных синергий. Обобщение результатов опросов в части сроков интеграции и функций, в которых были достигнуты максимальные синергетические эффекты, позволяет отобразить ожидания руководителей предприятий-покупателей от сделок слияний и поглощений в формате графика, представленного на Рисунке 2:

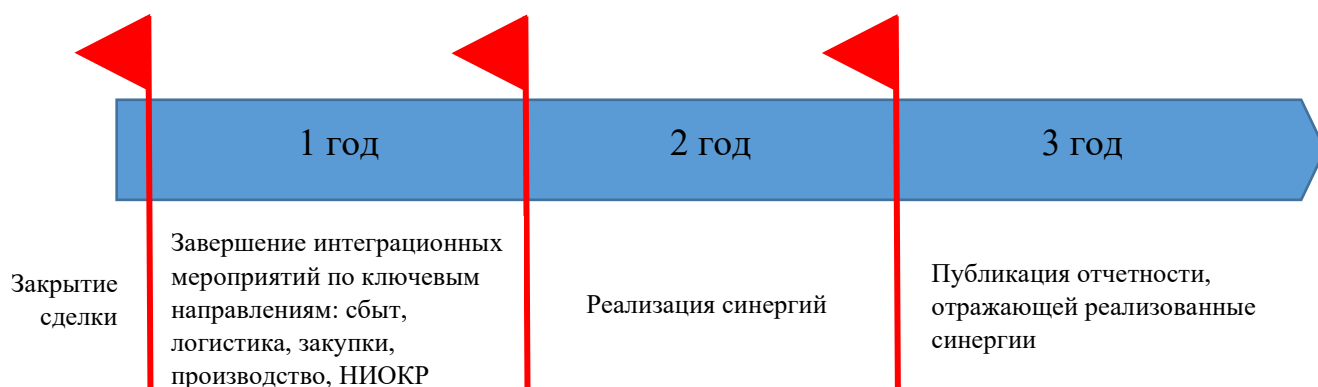


Рисунок 2 – Реализация синергий в успешных сделках слияний и поглощений*.

** Разработано автором на основе источника⁸⁸.*

Отталкиваясь от того, что первые финансовые результаты, в полной мере учитывающие успешную интеграцию и достигнутые синергии, можно увидеть в отчетности через год после реализации интеграционных процессов, можно предположить, что менеджеры, заключая сделку, предполагают получить

⁹¹ Fuhrer, C. Success factors in post-merger integration. Deal makers share their recipes for success / C. Fuhrer, R. Liem, D. Zwald — Текст : электронный // pwc.de : [сайт]. 2017. — URL: <https://www.pwc.de/de/deals/success-factors-in-post-merger-integration.pdf> (дата обращения: 06.04.2025).

эффект от сделки по истечении второго года после ее завершения, и видят в этом критерий ее успеха.

Таким образом, основываясь на изложенных выше предпосылках, можно прийти к следующей гипотезе (для упрощения назовем ее «гипотезой среднесрочной доходности»): принимая решение о сделке, менеджмент предполагает получить положительный эффект, выражающийся в росте доходности для акционеров, который должен в полной мере проявиться по истечении примерно двух лет после сделки.

Исходя из повсеместного использования ДДП-моделей в планировании сделок, рост доходов должен полностью окупить затраты на совершенную сделку в последующие годы – эту гипотезу назовем «гипотезой долгосрочной окупаемости». Другими словами, планируя сделку, руководители компаний ожидают, что смогут «предъявить» своим инвесторам ее результаты в виде роста доходов: через 2 года – рост бухгалтерских прибылей, сопутствующий завершению интеграции и получению запланированных синергий, а в последующем – рост прибыли и денежных потоков, окупающих затраты на сделку. При таком подходе измеряется не результат самой сделки (который очень сложно выделить в наборе всех прочих факторов и по этой причине, еще более сложно наглядно продемонстрировать инвесторам), а достижение (или недостижение) эффекта, запланированного менеджментом для позитивных коммуникаций с инвесторами. Достижение данных результатов или отклонение от них, даже вызванное внешними факторами, характеризует «успех» или «провал» сделки, а также степень «прозорливости» либо удачливости менеджмента. Выборка из компаний, результаты измерений по которым вышли за пределы нормального распределения, далее может послужить базой для более глубокого количественного исследования с целью изучения факторов, повлиявших на результат. Это можно проиллюстрировать следующими графиками. График на Рисунке 3 исходит из предположения нормального распределения результатов сделок слияния и поглощения.

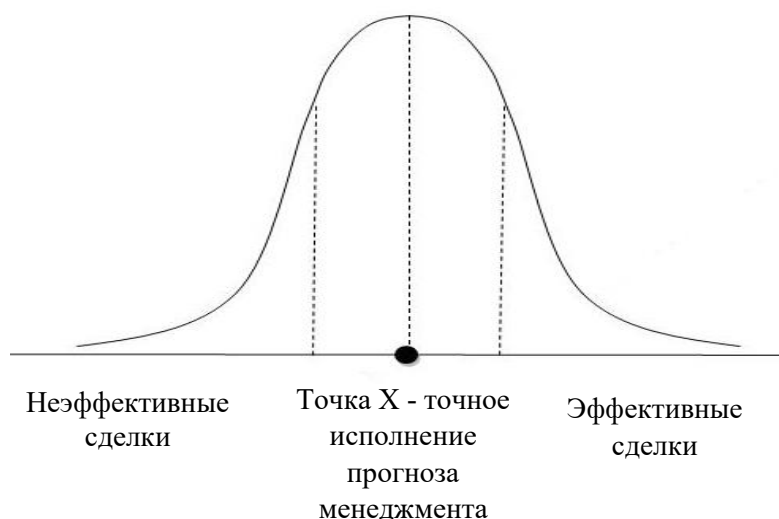


Рисунок 3 – Распределение результатов сделок M&A

** Разработано автором*

Основываясь на понимании того, что заложенные в основание сделок слияний и поглощений прогнозы менеджмента формируют цену сделки, а точка X соответствует уплаченной за приобретенный актив цене, отклонение от нее вправо формирует для покупателя дополнительную прибыль, а влево – либо денежный поток, не окупающий уплаченную цену, либо прямой убыток. При этом, чем сильнее отклонение от прогноза, тем выше прибыль или убыток. Графически это можно представить на рисунке 4.

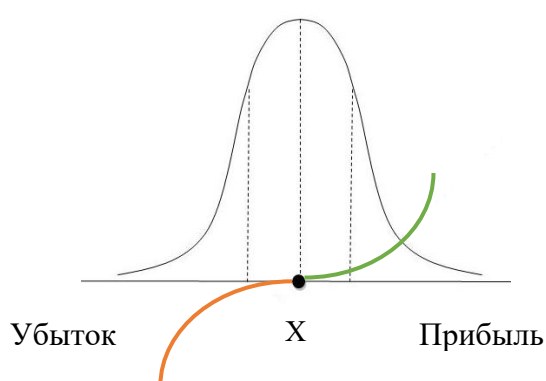


Рисунок 4 – Распределение финансовых результатов сделок слияний и поглощений*.

** Разработано автором.*

Подтверждение вышеуказанных гипотез о соответствующем распределении результатов сделок M&A содержится в работе З. И. Хусаинова (2008)⁹², в которой приведены исследования рентабельности по EBITDA компаний, вовлеченных в сделки слияний и поглощений:

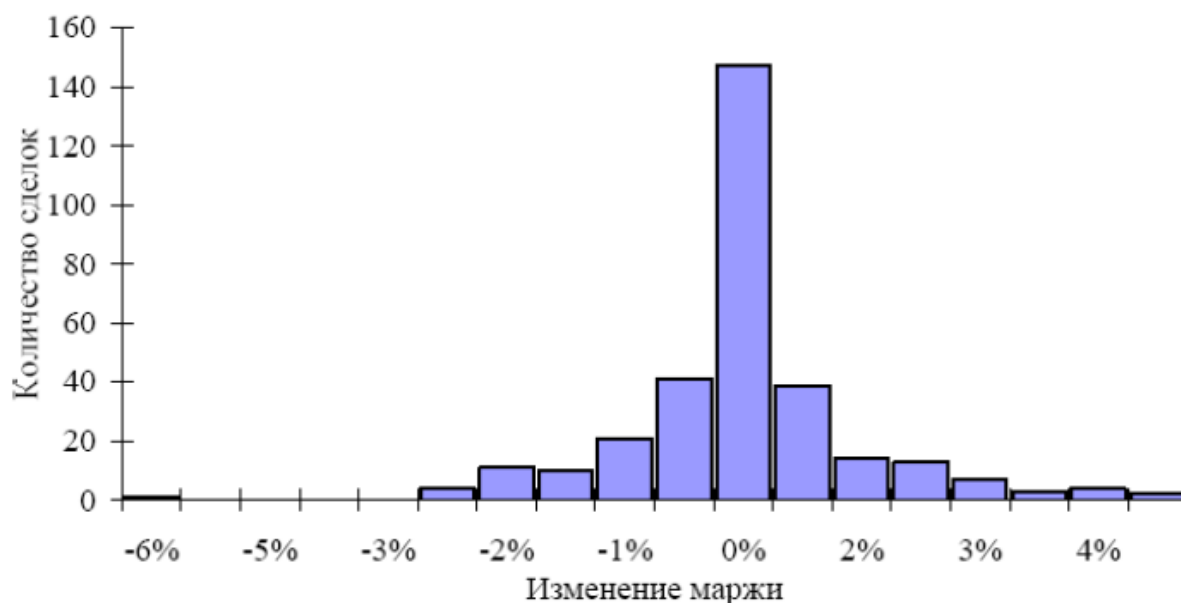


Рисунок 5 – Распределение изменения рентабельности по EBITDA согласно исследованию Хусаинова З.И. (2008).

Следует ли отделять эффект от сделки от влияния внешних факторов?

При разработке альтернативных методов оценки эффективности сделок M&A необходимо ответить на затронутый выше вопрос о том, следует ли отделять экономический эффект, вызванный заключенной сделкой, от прочих внешних факторов? При применении методик событийного анализа данному аспекту уделяется серьезное внимание, что очевидно: при измерении влияния определенного события на цену акций, влияние других событий может создавать существенную погрешность и, более того, приводить к ложным выводам. В частности, данную проблему отмечали в своих работах Д. Фисч⁹³

⁹² Хусаинов, З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика / З. И. Хусаинов // Корпоративные финансы. — 2008. — № 2 (1). — С. 12-33.

⁹³ Fisch, J. E. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation / J. E. Fisch, J. B. Gelbach, J. Klick // Texas Law Review. — 2018. — № 96. — С. 553–621.

и Т. Дусо⁹⁴ (в отношении метода накопленной избыточной доходности (англ. CARs), а также С. Котари и Дж. Уорнер⁹⁵ (в отношении метода BHAR). Однако эта задача практически не имеет решения при использовании классических бухгалтерских методов, без доступа к подробной управленческой отчетности (которая не является публичной, и даже в случае доступности, содержит в себе факторы, находящиеся за пределами контроля менеджмента – например, изменения рыночной конъюнктуры), а попытка сделать это с помощью количественных методов приводит ко множеству ограничений и допущений, снижающих достоверность результата.

Данный тезис можно проиллюстрировать на примере метода накопленной избыточной доходности (англ. CARs), подробно рассмотренного в Главе 1. Стремление отделить эффект от сделки от прочих внешних факторов приводит к сужению окна событий и даже использованию внутридневных отрезков, что, очевидно, не дает понимания доходности сделанных менеджментом инвестиций, ставит оценку эффективности сделки в зависимость от степени эффективности рынка, подвергает ее влиянию конъюнктурных факторов спроса и предложения, ставит эмоциональные реакции рыночных инвесторов выше экономической обоснованности.

При использовании методов долгосрочного анализа и прогнозирования применяется подход, при котором отклонения курса акций оцениваемых компаний сравниваются не с рынком, а с набором акций компаний-аналогов. Успешной считается сделка, заключенная компанией, акции которой в течение периода одного или нескольких лет показали больший прирост, чем акции конкурентов, не совершавших сделки M&A. Риск ошибки в данном случае возникает в связи с потенциально неточным подбором компаний-аналогов. Как пишут С. Котари и Дж. Уорнер в отношении долгосрочных событийных

⁹⁴ Duso, T. Is the event study methodology useful for merger analysis: A comparison of stock market and accounting data / T. Duso, K. Gugler, B. B. Yurtoglu // *International Review of Law and Economics*. — 2010. — № 30(2). — С. 186–192. — <https://doi.org/10.1016/j.irl.2010.02.001>

⁹⁵ Kothari, S. P. The econometrics of event studies / S. P. Kothari, J. B. Warner // *Handbook of corporate finance* ; T. 1. — Amsterdam : Elsevier North-Holland, 2007. — С. 3-36. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.608601>

исследований, «любой вывод, сделанный на основе метода BHAR, зависит от обоснованности предположения, что компании, участвующие в событии, отличаются от аналогичных компаний, не участвующих в этом событии, исключительно своим в нем участием». Однако абсолютно идентичных компаний, одна из которых заключила сделку слияний и поглощений, а другая – нет, не существует. Тем более не существует множества таких компаний – все они так или иначе будут отличаться друг от друга. Поэтому результаты такого рода исследований, очевидно, имеют погрешность. Данную погрешность можно пытаться уменьшить путем введения дополнительных критериев и вычислений, но устранить полностью невозможно.

В результате возникает вопрос: надо ли пытаться отделить результат сделки от остальных, влияющих на доход инвестора, факторов? Если рассматривать сделки слияний и поглощений как способ предсказать будущее, как было указано выше, и исходить из предпосылки отбора только явных «победителей» и «неудачников» таких сделок, то подход возможно упростить. В частности, исходя из ожидания менеджментом определенной доходности от сделки с учетом всех прочих факторов (включающих инфляцию, курсы валют, колебания спроса и т.п.), следует ли исключать данные факторы из оценки ее результативности? А в случае долгосрочного падения акций компании-покупателя после заключения сделки, «утешит» ли инвесторов знание того, что акции конкурентов упали сильнее? Если рассуждать с точки зрения акционеров, в чьих интересах должна заключаться сделка, ответ будет отрицательным. Скорее всего, они скажут, что такую сделку вообще не нужно было заключать.

Дополнительные подходы к разработке

С учетом выявленных недостатков метода накопленной избыточной доходности (CARs), настоящее исследование ставит задачу анализа эффективности сделок слияний и поглощений, исходя из подходов, применяемых менеджментом. Т.к. конечной целью работы является создание

инструментов и рекомендаций, позволяющих снизить риски при принятии соответствующих инвестиционных решений руководителями компаний-приобретателей, данный инструмент и рекомендации должны основываться на анализе, доступном для проверки силами аналитиков компаний, и вызывать доверие со стороны их пользователей. С этой целью автором предложены для использования в работе следующие принципы:

- 1) Комплексный подход: полученные статистические закономерности должны быть подкреплены индивидуальным исследованием сделок, попавших в выборку. Данный подход можно проиллюстрировать следующим образом (см. Рисунок 6 ниже): отсортированные с помощью статистических методов «экстра-прибыльные» и «экстра-убыточные» (находящиеся на краях кривой Гаусса) сделки должны быть исследованы индивидуально, как минимум выборочно, с целью подтверждения корректности произведенной выборки, на основе которой делаются выводы.



Рисунок 6 – Распределение результатов сделок слияний и поглощений в соответствии с критериями эффективности*.

* Разработано автором.

Текущие исследования с помощью статистических методов в основном концентрируются на статистических рядах и таблицах, индивидуальный анализ на примере конкретных сделок, подтверждающий сделанные выводы, в данных исследованиях отсутствует. При этом работы, основанные на изучении отдельных сделок (Case study), концентрируются на одиночных сделках, получивших медийную известность, и не имеют в своей основе предварительных статистических расчетов.

Данное упущение, наряду с признаваемыми самими авторами «врожденными» дефектами методик, не способствует внедрению результатов исследований в практику. Это усугубляется тем, что рекомендации по результатам исследовательских работ носят довольно абстрактный характер, либо ориентированы не на менеджеров, принимающих решения, а на частных инвесторов, концентрируясь на поведенческих ошибках руководителей компаний-покупателей.

- 2) Использование покупной цены приобретаемых активов в расчетах показателей эффективности. Данный подход соответствует принципу, применяемому в расчетах по методу ДДП, используемому менеджментом в 83% сделок, как показано выше в данном исследовании. Систематизация методов, применяемых в большинстве исследований, не выявила использования покупной цены в расчетах эффективности сделок M&A, что достаточно странно, с учетом широкой распространенности показателей окупаемости при оценке эффективности инвестиций.
- 3) Разрабатываемые методы оценки не должны требовать обязательного отделения внешних факторов от успеха самой сделки, т.к. данная «сепарация» будет в любом случае содержать существенные допущения, подвергающие сомнению весь результат оценки. Успех компании-покупателя, даже не связанный с эффектом сделки, или связанный опосредованно – это всё равно успех менеджмента. При этом успешная сделка, заключенная компанией, терпящей последующие убытки, никак не поможет менеджменту избежать критики со стороны инвесторов и

акционеров. Построение выборки успешных и неуспешных компаний, в процессе своей деятельности совершающих сделки M&A, позволит лучше понять сочетание различных факторов успеха.

- 4) Разрабатываемые инструменты должны органично встраиваться в существующие методики, применяемые руководителями компаний. Учитывая, что наиболее распространенным методом является метод ДДП, предлагаемые инструменты должны дополнять соответствующие методологии построения финансовых моделей.

2.2. Подходы к выборке и проведению количественного и качественного анализа базы сделок слияний и поглощений

Основываясь на выдвинутых выше гипотезах, можно предложить следующие количественные методы отбора сделок для последующего более детального индивидуального исследования:

1. На основе «гипотезы среднесрочной доходности» - сравнение показателей прибыльности компании-покупателя до заключения сделки с теми же показателями примерно через два года после сделки. При данном подходе можно признать сделки «неудачными» уже просто при отсутствии роста показателей. Тем не менее, для формирования выборки и проверки гипотезы нормального распределения, следует рассчитывать относительное отклонение. В данном случае предлагается формула «Интеграционного ROI»:

$$ROI_{INT} = \frac{1}{P} \times \sum_{N=1}^2 (EBITDA(t_N) - EBITDA(t_0)) * 100\% \quad (1)$$

где ROI_{INT} – «Интеграционный ROI» (который должен быть как минимум, положительным, согласно ожиданиям руководителей компании-покупателя), t_0 – дата годовой финансовой отчетности компании-покупателя в год

завершения сделки слияний и поглощений, t_N – даты финансовой отчетности через N лет после завершения сделки слияний и поглощений, EBITDA (рус. ЕБИТДА) – операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации, P – цена сделки.

В данном случае показатель EBITDA предлагается как наиболее часто используемый в сделках слияний и поглощений, хотя, возможно, дальнейшие исследования приведут к его замещению на показатели чистой прибыли, чистого денежного потока или другие показатели, характеризующие реализацию запланированных синергий. Сравнение отклонений экономических показателей по отношению к цене сделки отражает логику анализа эффективности любой хозяйственной деятельности (результат/ресурс) и характеризует потенциальную окупаемость сделки.

На основе «гипотезы долгосрочной окупаемости» предлагается «продлить» формулу среднесрочной доходности на более долгий срок, посчитав суммарное превышение прибыли компании-покупателя после сделки, деленное на понесенные затраты. При этом еще одно отличие: годом, с экономическими показателями которого сравниваются показатели последующих лет, будет год, предшествующий сделке, а значит, не включающий прибыль приобретенной компании. Таким образом, добавление в формулу прибыли компании-цели позволяет измерить не только результат усилий по увеличению эффективности объединенной компании, но и возврат на инвестиции в приобретение в целом.

Предлагаемая формула «Долгосрочного ROI» показывает процент окупаемости инвестиций, произведенных в слияние или поглощение, за 5 лет:

$$ROI_{LT} = \frac{1}{P} \times \sum_{N=0}^4 (EBITDA(t_N) - EBITDA(t_{-1})) * 100\% \quad (2)$$

где ROI_{LT} – «Долгосрочный ROI» (от англ. Long-Term ROI) – показатель, измеряющий окупаемость сделки слияний и поглощений в сравнении с прибылью компании-покупателя до сделки, за последующие 5 лет, t_{-1} – дата годовой финансовой отчетности компании-покупателя перед сделкой слияний и поглощений, t_0 – даты финансовой отчетности в год завершения сделки, t_N – даты финансовой отчетности через N лет после завершения сделки слияний и поглощений (таким образом, с прибылью «до сделки» сравнивается прибыль компании-покупателя за 5 последующих периодов), EBITDA (рус. ЕБИТДА) – операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации, P – цена сделки.

Период 5 лет выбран на основании средних показателей EV/EBITDA российских вертикально интегрированных холдингов в отрасли черной металлургии и угледобычи за 2023 – 2025 годы⁹⁶. Исходя из данного мультипликатора, среднее значение Долгосрочного ROI для слияний и поглощений в черной металлургии должно стремиться к 100%, что характеризует полную окупаемость сделки.

Предлагаемые подходы в первую очередь обращают внимание на доход компании-покупателя, а через него – на доход акционера компании-покупателя, в обеспечении которого как раз и заключается цель менеджмента. Первая формула способна отделить сделки, в которых ожидания менеджмента в части получения синергий были либо превышены, либо, наоборот, не оправдались, а также определить среднее значение синергий, реализованных компаниями-покупателями. Вторая формула позволяет рассчитать среднее значение окупаемости сделок слияний и поглощений, а также определить успешные или неудачные сделки, исходя из величины окупаемости инвестиций.

⁹⁶ Мультипликаторы российских металлургических и горнодобывающих компаний: 3-й квартал 2025 г. : аналит. отчет — Текст : электронный // Кедр : [сайт]. — 2025. — 45 с. — URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2025/12/ru-multiples-of-russian-metals-and-mining-companies-3q2025.pdf> (дата обращения: 11.03.2026).

Результаты сделок зависят не только от оценки приобретенной компании и перспективности сделки как таковой – это только один из аспектов. Ошибка могла быть в оценке будущих перспектив и слабостей самой компании-покупателя, прогнозе макроэкономических показателей, спроса на продукцию или действий конкурентов, включая такие примеры из недавнего прошлого, как эпидемия КОВИД, или из настоящего, как санкции и геополитическая напряженность. Было бы странно не учитывать всё это с точки зрения конечных результатов сделки – во всяком случае, так поступил бы реальный инвестор. А выявление факторов, способствовавших «провалу» либо успеху, и отделение случайных факторов от контролируемых – это то, что могло бы принести пользу всем участникам рынка.

Исходя из предлагаемых подходов, неудачные сделки M&A – это сделки, для которых среднесрочная доходность, измеряемая показателем «Интеграционный ROI», и долгосрочная окупаемость, измеряемая показателем «Долгосрочный ROI», критически отличаются от среднего значения по отрасли и по аналогичным сделкам. При этом для анализа в публичном доступе находятся все необходимые данные, что делает возможным использование статистически значимых объемов информации.

Подход к анализу результатов

В случае подтверждения гипотезы о нормальном распределении результатов, наиболее перспективным видится последующее исследование сделок, лежащих в крайней левой и крайней правой частях кривой, изображенной на Рисунке 3: ошибиться в прогнозе может каждый (и избежать небольшой ошибки невозможно – данный тезис иллюстрируется средней частью графика), однако экономически важнее всего понять, как избежать существенных убытков, и как оказаться в числе тех, кто совершил наиболее успешные сделки. Исследование же средней части кривой, если считать точный прогноз будущих денежных потоков принципиально невозможным, не

имеет смысла, т.к. отклонение от запланированного результата зависит от множества случайных и непредсказуемых факторов, и изучение подавляющего большинства сделок не сможет ничему научить других участников рынка – их успех или неудача случайны.

По результатам отбора сделок, находящихся на «хвостах» кривой Гаусса, целесообразно проведение дополнительного анализа бухгалтерской информации с целью подтверждения выводов, сделанных в результате первичного статистического отбора: об успехе или неэффективности сделки, а также с целью выявления факторов, объединяющих успешные или неудачные сделки. Также является желательным проведение, по возможности, опроса (либо анкетирования) менеджмента с целью уточнения сделанных выводов и выявления факторов, способствовавших получению достигнутых результатов. Подобное исследование позволило бы сформировать рекомендации и разработать инструменты, позволяющие избежать ошибок, приводящих к наиболее значительным убыткам. Анализ отчетности компаний, а также опрос менеджмента соответствует изложенным выше принципам комплексного подхода к исследованию.

Предлагаемая методология формирования выборки

Эмпирическая база исследования сформирована на основе массива данных финансовой отчетности и сделок слияний и поглощений компаний металлургического и горнодобывающего сектора, предоставленного ООО «ЕВРАЗ» (см. Приложение 4), с дополнительной верификацией данных о сделках на основе публичной информации, доступной в сети Интернет⁹⁷.

⁹⁷ Kennametal completes acquisition of ATI Tungsten Materials business — Текст : электронный // Kennametal Inc. : официальный сайт. — 2013. — 4 нояб. — URL: <https://kennametal.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/kennametal-completes-acquisition-tungsten-materials-business-ati> (дата обращения: 13.04.2026).

Nucor completes acquisition of Skyline Steel, LLC — Текст : электронный // Nucor Corporation : официальный сайт. — 2012. — 21 июня. — URL: https://nucor.com/news/?article=nucor-acquires-skyline-steel-llc-122533#news_releases (дата обращения: 13.04.2026).

Reliance Steel & Aluminum Co. completes acquisition of PNA Group Holding Corp. — Текст : электронный // Reliance Steel & Aluminum Co. : официальный сайт. — 2008. — 4 авг. — URL: <https://www.aist.org/reliance-steel-aluminum-completes-pna-acquisition> (дата обращения: 13.04.2026).

На первом этапе была сформирована выборка всех сделок, удовлетворяющих следующим критериям отбора:

1. Сделка была совершена в период с 1984 по 2025 год.

Была намеренно сформирована широкая выборка, с целью охватить большее количество сделок, заключенных в различных условиях хозяйствования изучаемой отрасли промышленности.

Steel Dynamics completes acquisition of The Techs — Текст : электронный // Steel Dynamics, Inc. : официальный сайт. — 2007. — 5 июля. — URL: <https://www.aist.org/steel-dynamics-completes-acquisition-of-the-techs> (дата обращения: 13.04.2026).

Gibraltar Industries acquires NorWesco, Noll Manufacturing and M&N Plastics — Текст : электронный // Gibraltar Industries, Inc. : официальный сайт. — 2007. — 11 апр. — URL: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/GIBALTAR-INDUSTRIES-INC-10695/news/Gibraltar-Ind-Gibraltar-Completes-Acquisition-of-the-Assets-of-NorWesco-Noll-Manufacturing-and-332268/> (дата обращения: 13.04.2026).

Ryerson buys stainless-steel seller — Текст : электронный // Chicago Tribune : [сайт]. — 1999. — 8 янв. — URL: <https://www.chicagotribune.com/1999/01/08/ryerson-buys-stainless-steel-seller/> (дата обращения: 13.04.2026).

Cooper Cameron to buy Orbit Valve — Текст : электронный // The New York Times : [сайт]. — 1998. — 18 февр. — URL: <https://www.nytimes.com/1998/02/19/business/company-news-cooper-cameron-to-buy-orbit-valve-for-100-million.html?searchResultPosition=9> (дата обращения: 13.04.2026).

Gunnebo acquires the Hamilton Safe Companies — Текст : электронный // News.cision.com : [сайт]. — 2012. — 08 авг. — URL: <https://news.cision.com/gunnebo/r/gunnebo-acquires-the-hamilton-safe-companies---the-second-largest-supplier-of-physical-security-prod,c9290160> (дата обращения: 14.04.2026).

Celestica to Acquire D&H Manufacturing Company — Текст : электронный // Celestica Inc. : официальный сайт. — 2012. — 27 июл. — URL: <https://corporate.celestica.com/node/6681> (дата обращения: 14.04.2026).

SteelOrbis, 2010. Canam Group increases its stake in structural steel fabricator FabSouth to 80% Company — Текст : электронный // SteelOrbis: официальный сайт. — 2010. — 25 фев. — URL: <https://www.steelorbis.com/steel-news/latest-news/canam-group-increases-its-stake-in-structural-steel-fabricator-fabsouth-to-80-515050.htm> (дата обращения: 14.04.2026).

United States Steel Corporation Acquires Outstanding Interests in Clairton 1314B Partnership — Текст : электронный // United States Steel Corporation: официальный сайт. — 2008. — 31 окт. — URL: <https://uss.mediaroom.com/index.php?s=32722&item=111675> (дата обращения: 14.04.2026).

Novolipetsk Steel to acquire Beta Steel for US\$400 million — Текст : электронный // Rustocks.ru: [сайт]. — 2008. — 4 сент. — URL: <http://rustocks.ru/index.phtml/Pressreleases/0/9/15464> (дата обращения: 14.04.2026).

ArcelorMittal to Acquire Bayou Steel — Текст : электронный // AIST (Association for Iron & Steel Technology) : [сайт]. — 2008. — 17 июн. — URL: <https://www.aist.org/arcelormittal-to-acquire-bayou-steel> (дата обращения: 14.04.2026).

ArcelorMittal acquires Bayou Steel for \$475 mn — Текст : электронный // Business Standard: [сайт]. — 2008. — 16 июн. — URL: https://www.business-standard.com/amp/article/companies/arcelormittal-acquires-bayou-steel-for-475-mn-108061600069_1.html (дата обращения: 14.04.2026).

TMK completes transaction to acquire IPSCO U.S. assets — Текст : электронный // RUSTOCKS: [сайт]. — 2008. — 13 июн. — URL: <http://rustocks.ru/index.phtml/Pressreleases/0/7/14704?filter=2008-06> (дата обращения: 14.04.2026).

About Maruichi Leavitt — Текст : электронный // Maruichi Leavitt: официальный сайт. — 2008. — URL: <https://maruichi-leavitt.com/about-maruichi-leavitt.html> (дата обращения: 14.04.2026).

JMS Metal Services Acquired by Russel Metals — Текст : электронный // Donnelly Penman & Partners: [сайт]. — 2007. — URL: <https://donnellypenman.com/2007-jms/> (дата обращения: 14.04.2026).

Nucor Acquires Magnatrax — Текст : электронный // Mergr: [сайт]. — 2007. — 25 июн. — URL: <https://mergr.com/transaction/nucor-acquires-magnatrax> (дата обращения: 14.04.2026).

CMC Closes Purchase of Nicholas J. Bouras and Affiliates — Текст : электронный // AIST (Association for Iron & Steel Technology) : [сайт]. — 2007. — 18 апр. — URL: <https://www.aist.org/cmc-closes-purchase-of-nicholas-j-bouras-and-affiliates> (дата обращения: 14.04.2026).

Material Sciences Corporation. Quarterly Report (Form 10-Q) for the quarterly period ended November 30, 2004 — Текст : электронный // U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) : официальный сайт. — Washington, D.C., 2005. — 14 January. — URL: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/755003/000119312505003645/d10q.htm> (дата обращения: 14.04.2026).

2. Размер сделки превышает \$50 млн, исходя из критерия существенности сделки.

3. В анализ включены только завершенные сделки, поскольку исследование прибыльности компаний, не совершивших сделки, не входит в периметр настоящего исследования.

4. В выборку включены только сделки с условием оплаты «Только денежными средствами» (англ. “Cash only”), чтобы сравнивать изменение прибыльности компаний «до» и «после» сделки с размером понесенных покупателем затрат (которые сложно измерить в случае сделок с оплатой неденежными средствами (акциями или активами), либо в случае отложенных условных оплат, зависящих от долгосрочных результатов приобретенной компании (англ. “Earn out”).

5. Поглощающая компания является публичным вертикально интегрированным холдингом, с целью доступа к котировкам акций компании, а также с точки зрения доступа к данным ее бухгалтерской отчетности. При этом в выборке были оставлены только сделки, совершенные компаниями с листингом на Нью-Йоркской фондовой бирже (англ. NYSE) и бирже NASDAQ (англ. NASDAQ).

6. Выборка сделана по публичным вертикально интегрированным холдингам горно-металлургической отрасли.

Выбор метода

Для обработки данных использованы предложенные выше метод «среднесрочной доходности» и метод «долгосрочной окупаемости».

2.3. Анализ и обсуждение результатов статистического анализа базы сделок слияний и поглощений для разработки инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности.

В результате отбора была получена выборка из 167 транзакций. Для отсортированных сделок с помощью инструментов Эксель (англ. Excel

Workspace) из ранее указанных источников загружены данные по показателю ЕБИТДА (операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации) (англ. EBITDA), за год, предшествующий сделке слияний и поглощений, и за последующие 5 лет, а также рассчитаны экономические показатели по формулам, являющимся отдельными слагаемыми формул Интеграционного и Долгосрочного ROI:

$$\frac{1}{P} \times (EBITDA(t_N) - EBITDA(t_0)) * 100\% \quad (3)$$

и

$$\frac{1}{P} \times (EBITDA(t_N) - EBITDA(t_{-1})) * 100\% \quad (4)$$

где t_{-1} – дата годовой финансовой отчетности компании-покупателя перед завершением сделки слияний и поглощений, t_0 – дата годовой финансовой отчетности компании-покупателя в год завершения сделки слияний и поглощений, t_N – даты финансовой отчетности через N лет после завершения сделки слияний и поглощений, ЕБИТДА (рус. ЕБИТДА) - операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации, P – цена сделки.

Рассчитанный по Формуле (4) экономический показатель демонстрирует увеличение прибыли компании-покупателя после поглощения приобретенной компании и консолидации ее результатов в отчетности компании-покупателя, и показывает отношение дополнительной прибыли к цене сделки (т.е. к размеру произведенных инвестиций).

Рассчитанный по Формуле (3) экономический показатель демонстрирует реализацию синергий, заложенных менеджментом в модели Дисконтированного Денежного Потока при планировании сделки слияний и поглощений, поскольку сравнивает прибыльность компании-покупателя сразу после консолидации финансовых результатов приобретенного актива с прибыльностью компании-покупателя через 1 – 2 года после сделки, когда, как было показано выше в разделе 2.1, согласно опросам менеджеров компаний,

заключивших сделки слияний и поглощений, в соответствии с их ожиданиями, должны дать свой эффект основные интеграционные мероприятия.

На оба показателя также влияют конъюнктура рынка и другие внешние и внутренние факторы, которые, тем не менее, нельзя не учитывать, т.к. они изначально закладываются в расчеты менеджмента в модели ДДП, и их отклонения в ту или иную сторону также характеризуют как объективную экономическую эффективность сделки, так и субъективное восприятие результатов сделки акционерами и инвесторами (что, в свою очередь, влияет на цену акций компании-покупателя).

По результатам обработки полученных данных применены дополнительные ограничения для уточнения исследуемой выборки:

- Выборка ограничена 1984 – 2018 годами, с учетом наличия отчетности компаний-покупателей через 5 лет после сделки (после 2023 года отчетность компаний-покупателей для произведенной выборки сделок не публиковалась).
- Из массива, предполагающего дальнейшую обработку статистическими методами, исключены экстремальные значения (более 300% среднесрочной доходности или убыточности), в связи с тем, что данные отклонения, очевидно, являлись либо ошибкой, связанной с курсовыми разницами (прибыль компаний номинирована в валюте, отличающейся от валюты цены сделки), либо результатом существенного превышения размеров компании-покупателя над размером компании-цели (прибыль покупателя и ее колебания были несопоставимы с ценой сделки), и в связи с этим не подлежали обработке статистическими методами. При этом исключенные сделки выделены в отдельный массив с целью последующего индивидуального анализа (см. ниже Таблицу 10).
- Сделки, для которых в базе данных отсутствовали необходимые финансовые показатели покупателя, были исключены из выборки.

- Удалены 5 сделок, в которых компания-покупатель приобретала либо свой собственный пакет, либо акции своей дочерней компании.
- Для целей статистического анализа отфильтрованы только компании-покупатели, зарегистрированные и имеющие головной офис в США – во избежание погрешностей расчетов, связанных с различием валют финансовой отчетности и цены сделки. При этом исключенные сделки также выделены в отдельный массив с целью последующего индивидуального анализа (см. ниже Таблицу 10).

Для полученной выборки из 63 сделок построены графики, подтверждающие гипотезу нормального распределения доходностей.

Первый график (см. Рисунок 7 ниже) построен на основе результатов расчета по Формуле (4), при этом сравнивается показатель ЕБИТДА компании-покупателя в год, предшествующий сделке, и в год сделки (первый показатель не содержит прибыль приобретенной компании, второй – содержит). Результат расчета демонстрирует отношение изменения прибыльности компании-покупателя к произведенным инвестициям (т.е. к уплаченной цене сделки). Расчет показывает, что показатель ЕБИТДА компаний-покупателей в среднем вырос на величину, равную 20% от суммы, уплаченной в рамках сделки, что соответствует среднему мультипликатору (отношению капитализации к показателю ЕБИТДА) приобретаемых компаний на уровне 5, что дополнительно подтверждает логику Формулы (2), включающей в себя сравнение показателей прибыли за 5 последовательных лет после сделки.

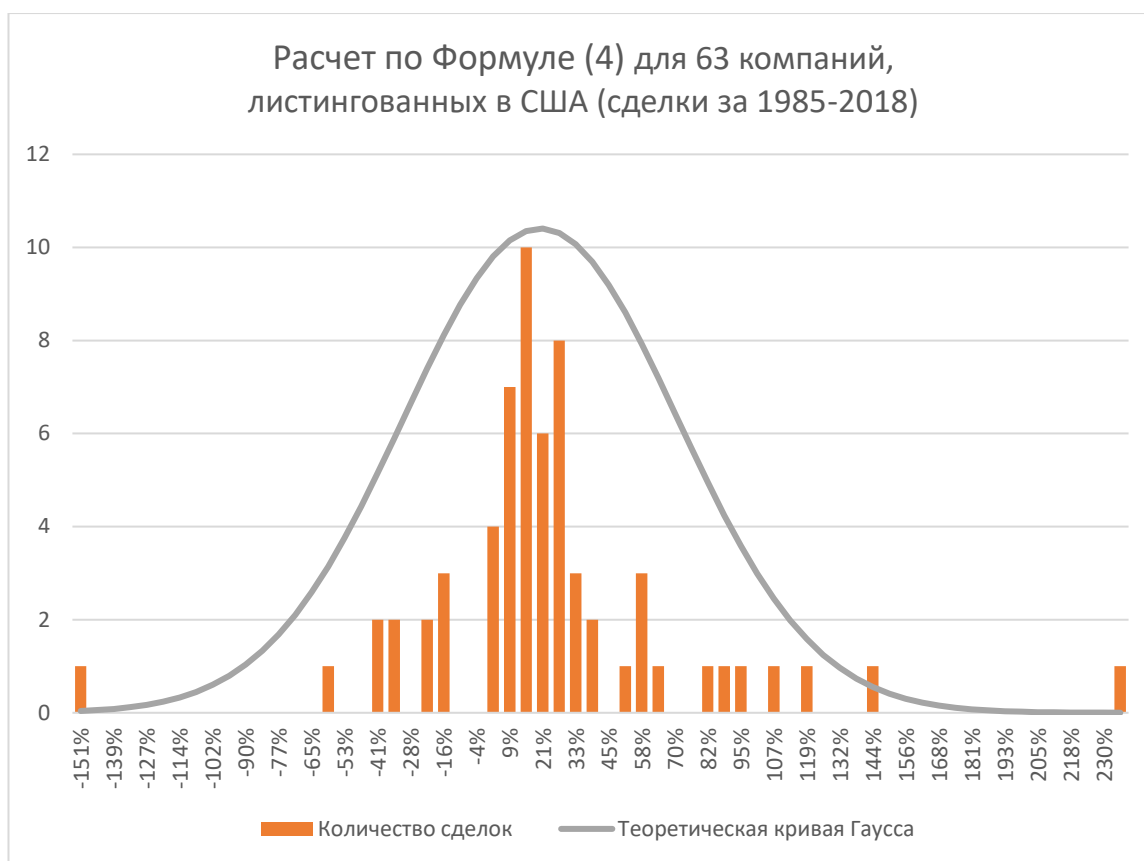


Рисунок 7 – Распределение результатов сделок слияний и поглощений по Формуле (4)*. По вертикальной шкале отмечено количество сделок, по горизонтальной – величина доходности сделки по Формуле (4).

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

При этом распределение результатов расчета визуально напоминает кривую Гаусса со среднеквадратическим отклонением $\sigma=51\%$.

Второй график (см. Рисунок 8 ниже) построен на основе результатов расчета среднесрочной доходности по указанной выше Формуле (3), при этом сравнивается показатель ЕБИТДА компании-покупателя по истечении 2 лет после сделки с показателем ЕБИТДА, зафиксированным в год сделки. Результат расчета показывает отношение изменения прибыльности компании-покупателя к произведенным инвестициям (т.е. уплаченной цене сделки), через два года после сделки и должен в среднем отражать результат интеграции приобретенного актива и полученные синергии.

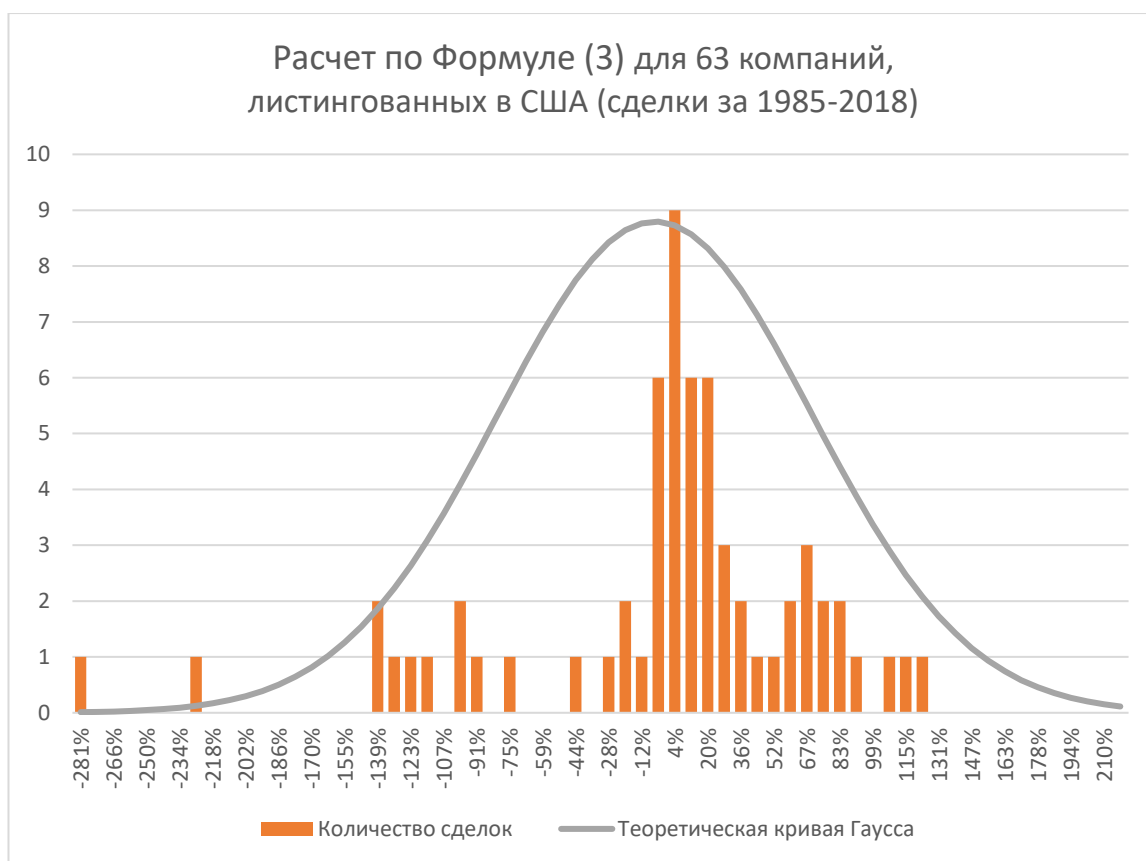


Рисунок 8 – Распределение результатов сделок слияний и поглощений по Формуле (3)*.

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

Расчет показывает, что показатель ЕБИТДА компаний-покупателей в среднем вырос на величину, равную $\mu = -5\%$ — это может служить подтверждением тезиса о сложностях реализации синергий.

При этом распределение результатов расчета также визуально напоминает нормальное распределение со среднеквадратическим отклонением $\sigma=76\%$.

Представляет также интерес расчет показателя окупаемости, по представленной выше Формуле (2), в которой результат для каждого последующего года измерений рассчитывается отдельно. В данном расчете показатели ROI за годы, прошедшие после сделки, суммируются и

характеризуют накопленный финансовый результат после заключенной сделки. Результат представлен ниже в таблице 8 и на рисунке 9.

Таблица 8 – ROI по Формуле (2) для 5 последующих лет*

	ROI по Формуле 2, %		
	Среднее значение μ	Среднеквадратичное отклонение, σ	Медианное значение
Год сделки	20	51	13
Год сделки+1	49	109	42
Год сделки+2	63	159	61
Год сделки+3	81	223	81
Год сделки+4	116	284	112

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

Долгосрочный ROI (последняя строка таблицы, согласно определению Формулы (2) выше) в размере больше 100% в данном расчете означает, что суммарный прирост прибыли по показателю EBITDA компании-покупателя за расчетный период превысил цену сделки. Приведенные в таблице эмпирические данные подтверждают среднюю недисконтированную окупаемость сделок M&A в течение 5 лет (для данной выборки). При этом очевидно, что полученный результат не является эффектом сделки как таковой, и на него влияет значительное число других факторов. Однако, можно однозначно утверждать, что большинство сделок из представленной выборки были оценены менеджментом как успешные, а момент совершения данных сделок – как своевременный.

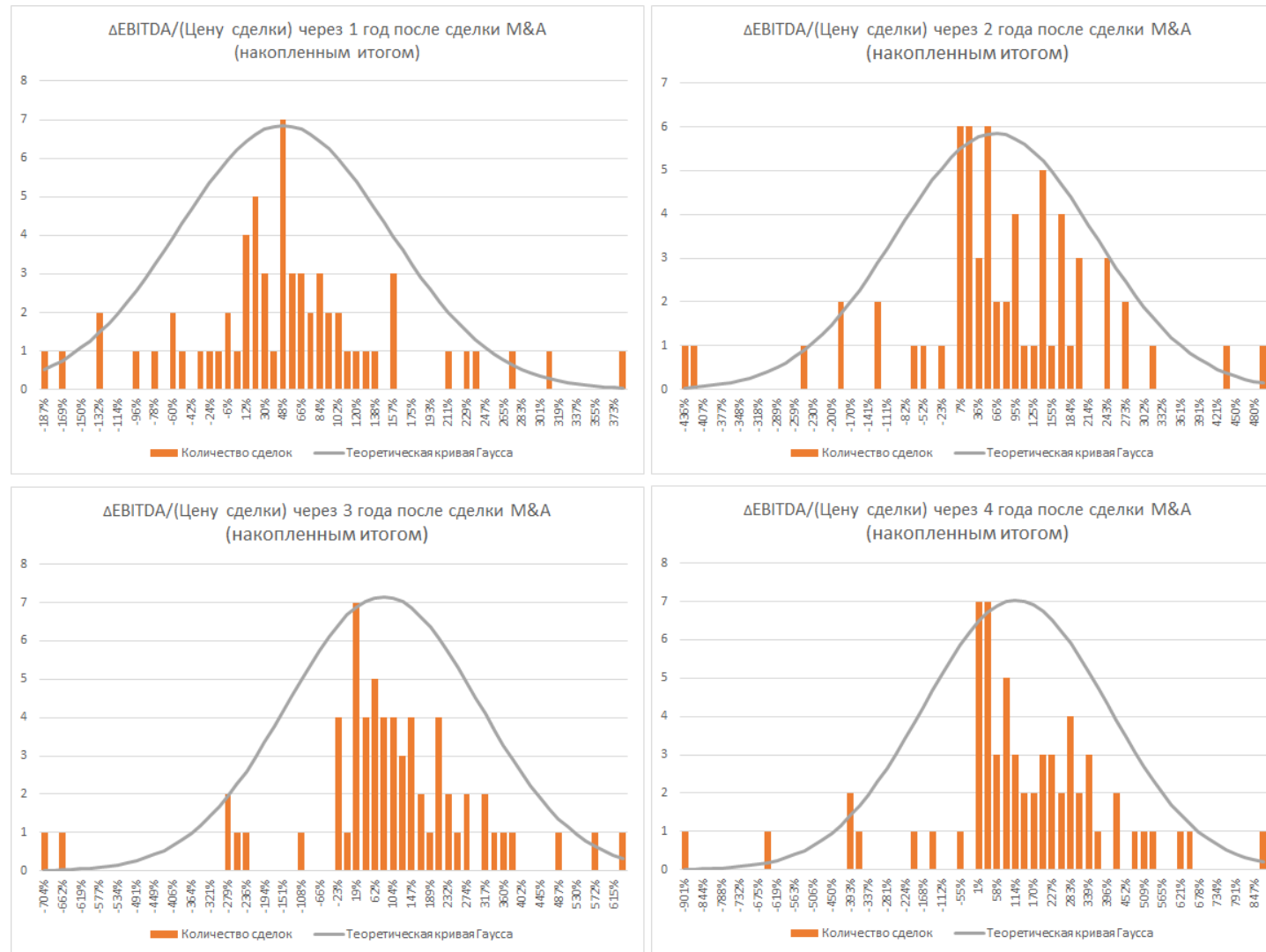


Рисунок 9 – Распределение результатов сделок слияний и поглощений по Формуле (2), за разные годы измерений*.

* Разработано автором на основе собственных расчетов

Гипотеза о нормальном распределении результатов сделок и проведенные расчеты приводят к предварительному выводу об оправданности действий «серийных покупателей». Если предположить случайный характер распределения результатов сделок относительно положительного среднего значения, то серия примерно равнозначных сделок должна привести к положительному (в среднем) результату. Однако данный вывод в данном исследовании не прорабатывался, в связи с другими задачами и темой исследования.

Анализ экстра-убыточных сделок

В исследовании сделан акцент на снижении рисков, поэтому глубокое исследование проводится в части экстра-убыточных сделок. В настоящем исследовании в качестве экстра-убыточных сделок изучаются сделки, одновременно имеющие отрицательные показатели Интеграционного и Долгосрочного ROI по формулам (1) и (2) выше. В связи с этим встает вопрос формирования репрезентативной выборки для последующего изучения и формирования рекомендаций. Изучение выборки компаний, показавших существенные негативные результаты по Формулам (3) и (4) в различные годы после сделки, показывает необходимость учета следующих факторов:

- для некоторых из компаний убыточная ситуация исправляется в последующие годы,
- часть из этих компаний, при наличии экстремально убыточных значений среднесрочной доходности сделки в отдельные годы, имеют такое же экстремальное улучшение в рамках других периодов.

В связи с этим были скорректированы первоначальные варианты Формул (1) и (2), в них было добавлено суммирование, чтобы снизить влияние локальных колебаний измеряемых показателей. Далее, для отдельного детального изучения, был произведен отбор компаний по следующим двум критериям:

- 1) Интеграционный ROI по Формуле (1) (в сравнении с годом, впервые включающим прибыль приобретенной компании) за 2 последующих года – ниже нуля;
- 2) Долгосрочный ROI по Формуле (2) (в сравнении с годом, не включающим прибыль приобретенной компании) за 5 лет после сделки – ниже нуля.

Сформированная выборка содержит компании, для которых совершённые ими сделки слияний и поглощений не привели к последующему устойчивому повышению прибыли, а скорее, наоборот – предшествовали снижению их финансовых показателей. Сложно представить себе, что менеджмент или акционеры данных компаний оценили данные сделки как успешные и своевременные, в связи с длительным снижением прибыли собственных предприятий, продолжавшимся несколько лет даже после консолидации прибыли приобретенных компаний в свою отчетность.

Исходя из того, что в изучаемой выборке «экстра-убыточных сделок», приобретаемый актив относился к той же отрасли, что и компания-приобретатель, можно предположить, что приобретенные компании после сделки испытывали такие же трудности, как и их новые материнские компании, т.к. на них воздействовали те же отраслевые факторы. Таким образом, покупка предприятий накануне снижения их прибылей, скорее всего, оценивалась руководством компаний-покупателей негативно, в связи с чем можно сделать вывод об обоснованности отнесения данных сделок к категории неудачных, и, в терминологии данного исследования, «экстра-убыточных», с точки зрения их менеджмента и акционеров.

Таблица 9 – Экстра-убыточные сделки, выборка из 63 сделок, ранее отобранных для статистического анализа, расчет по формулам Интеграционного и Долгосрочного ROI *.

Название компании-покупателя	Название приобретенной компании	Год сделки	Сумма изменений EBITDA/Цену сделки	
			Формула (1) (Интеграционный ROI)	Формула (2) (Долгосрочный ROI)
Kennametal Inc	Allegheny Technologies Inc	2013	-10%	-155%
Nucor Corp	Skyline Steel LLC	2012	-132%	-220%
Reliance Steel & Aluminum Co	PNA Group Inc	2008	-50%	-26%
Steel Dynamics Inc	Techs	2007	-38%	-14%
Gibraltar Industries Inc	NorWesCo	2007	-123%	-378%
Ryerson Tull Inc	Washington Specialty Metals Corp	1999	-328%	-901%
Titanium Metals Corp	Special Metals Corp	1998	-203%	-410%
Cooper Cameron Corp	Orbit Valve International Inc	1998	-296%	-421%
Olin Corp	AJ Oster Co	1991	-430%	-657%

* Разработано автором на основе собственных расчетов

В дополнение в Таблицу 10 сгруппированы сделки, ранее исключенные из статистического анализа.

Таблица 10. Экстра-убыточные сделки (за 3 и 5 лет): выборка из сделок, совершенных компаниями, не зарегистрированными в США, либо имевших, при расчете в валюте отчетности, Долгосрочный ROI сделки в отдельные периоды ниже минус 300%*.

Название компании-покупателя	Название приобретенной компании	Год сделки	Сумма изменений EBITDA/Цену сделки	
			Формула (1) (Интеграционный ROI)	Формула (2) (Долгосрочный ROI)
Gunnebo AB	Hamilton Safe	2012	-248%	-230%
Celestica Inc	D&H Manufacturing Co	2012	-59%	-395%
Canam Group Inc	FabSouth LLC	2010	-3%	-168%
United States Steel Corp	Clairton 1314B Partnership LP**	2008	-7552%	-3120%
Novolipetskii Metallurgicheskii Kombinat PAO	Beta Steel Corp**	2008	-815%	-1183%
ArcelorMittal SA	Bayou Steel Corp**	2008	-5692%	-11394%
Trubnaia Metallurgicheskaia Kompaniia PAO	NS Group Inc**	2009	-146%	-272%
Trubnaia Metallurgicheskaia Kompaniia PAO	IPSCO Tubulars Inc	2008	-51%	-52%
Maruichi Steel Tube Ltd	Leavitt Tube Co	2008	-141%	-440%
Russel Metals Inc	JMS Metals Services Inc	2007	-124%	-477%
Nucor Corp	Magnatrax Corp**	2007	-650%	-1771%
Commercial Metals Co	Nicholas J Bouras Inc**	2007	-355%	-1032%
Grupo Imsa SA de CV	MSC Pinole Point Steel Inc-Certain Assets**	2002	-7%	-635%

*Разработано автором на основе собственных расчетов

** экстремальные отклонения доходности объясняются либо размерами компании-покупателя (цена сделки существенно ниже колебаний прибыли компаний-покупателей), либо отличием валюты отчетности от валюты цены сделки. Это не отменяет оценку данных сделок как несвоевременных.

Для экстра-убыточных сделок, указанных в таблицах 9 и 10, построен график их распределения по временной шкале (красные столбцы), в сопоставлении с другими сделками, отобранными в анализируемую выборку (серые столбцы), и информацией об общем количестве объявленных сделок по годам (линейный график).



Рисунок 10 – Совмещение графиков объявленных сделок слияний и поглощений на мировом рынке черной металлургии, сделок листингованных на американских биржах компаний и экстра-убыточных сделок (см. таблицы 9 и 10)*

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

Выводы, к которому методом аналогии приводит анализ графика: наличие «волн слияний» (англ. “Merger waves”), описанных, в частности, в работе Дж. Харфорда (2024)⁹⁸, и повышенная концентрация экстра-убыточных сделок в периоды завершения соответствующих «волн».

⁹⁸ Harford, J. Merger waves: a survey of the literature / J. Harford // Handbook of Corporate Finance. — Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 2024. — С. 377-409. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4244184>

Выводы по Главе 2

Предложенные подходы к ретроспективной оценке эффективности сделок слияний и поглощений отличаются от подходов, широко применяемых в большинстве современных исследований, своей приближенностью к практике принятия решений руководителями компаний-покупателей, которые, при рассмотрении будущего эффекта планируемых сделок слияний и поглощений, в большинстве своем, опираются на метод дисконтированных денежных потоков (ДДП, или DCF). Изучение средних показателей Интеграционного и Долгосрочного ROI, а также принцип формирования и точечного индивидуального изучения выборки «экстра-убыточных» и «экстра-прибыльных» сделок, в случае продолжения соответствующих изысканий и выявления факторов, общих для исследуемых случаев, будет иметь значимую практическую ценность с точки зрения менеджмента, т.к. позволит выявлять закономерности и формулировать рекомендации, основанные на «осязаемых» и прозрачных исследованиях, близких к опыту руководителей компаний.

Предлагаемые новые подходы отличаются также тем, что они не пытаются отделить факторы, имеющие отношение к сделке, от других факторов, способствовавших получению акционером положительного дохода либо убытка. Данные факторы планируется выявить и исследовать на стадии последующего индивидуального изучения сделок. В отличие от большинства исследований, предлагаемые методы пытаются ответить на вопрос, сбылись ли ожидания менеджмента, на основании которых принимались инвестиционные решения. Если предполагать, что решение о сделке в большинстве случаев опирается на прогноз будущих денежных потоков, то не учитывать в анализе, например, макроэкономические факторы или геополитические изменения, не имевшие прямого отношения к сделке, но повлиявшие на финальный результат – некорректно. Если менеджмент, при заключении сделки, планировал денежные потоки без анализа чувствительности к данным факторам – это обстоятельство, которое

способствовало отклонению фактических результатов от запланированных. Анализ случайности либо предсказуемости данных обстоятельств может позволить выделить набор внешних неконтролируемых факторов, которые необходимо принимать во внимание при планировании сделки – это также возможный дополнительный предмет будущих изысканий. Такого рода исследования могут быть полезны, т.к. позволяют шире смотреть на итоги сделок, и концентрируются на конечной цели – доходности акционеров.

Новый подход данного исследования заключается также в использовании цены сделки M&A в расчетах ее экономической эффективности.

Еще одним новым подходом к анализу эффективности сделок, разработанным автором, является формирование выборки экстра-убыточных и экстра-прибыльных сделок, с целью их последующего индивидуального изучения.

В рамках предложенных подходов произведена выборка данных по компаниям черной металлургии и смежного горнодобывающего комплекса, публичным компаниям США, совершившим сделки за период 1984-2018 гг. Эмпирические расчеты подтвердили выдвинутые гипотезы:

Распределение показателей как Интеграционного, так и Долгосрочного ROI оказалось близким к нормальному закону распределения (кривой Гаусса). Это подтверждает случайный характер отклонения результатов от среднего и обосновывает целесообразность фокусировки на «экстремальных» сделках.

Показатель Долгосрочного ROI (накопленный рост EBITDA за 5 лет по сравнению с EBITDA «до сделки», по отношению к цене сделки) в среднем по выборке превысил 100%, что свидетельствует об оправданности инвестиций в долгосрочном горизонте для большинства компаний.

На основе разработанных критериев (отрицательные Интеграционный и Долгосрочный ROI) сформирована выборка «экстра-убыточных» сделок для углубленного анализа.

Эмпирические расчеты, представленные в разделе 2.3, и выявленные на их основе закономерности, дали возможность перейти к разработке новых

гипотез и инструментов повышения эффективности сделок слияний и поглощений, что далее описано подробно в Главе 3.

Глава 3. Разработка и апробация новых инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в вертикально интегрированных промышленных холдингах.

В рамках предыдущих глав исследования были предложены новые подходы к изучению эффективности сделок слияний и поглощений, согласно которым для целей дальнейшего анализа используются только сделки, по показателям своей эффективности резко отличающиеся от средних статистических значений в рамках сформированной выборки, исходя из предпосылки случайного характера отклонений в середине «кривой Гаусса» (при этом методы краткосрочного событийного анализа не используются, в связи с присущими им недостатками). Соответственно, из общего списка сделок слияний и поглощений предварительно отсортировываются экстра-убыточные и экстра-прибыльные сделки для более углубленного изучения, определения их общих черт и анализа выявленных зависимостей. Предварительный анализ экстра-убыточных сделок (см. Рисунок 10 выше) продемонстрировал необходимость изучения и систематизации сделок, заключаемых в ходе так называемых «волн слияний», с целью выявления общих для них поведенческих и экономических параметров, обуславливающих выявленный негативный результат.

3.1. Аспекты FoMO как новый фактор влияния на эффективность хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности⁹⁹.

⁹⁹ Материалы параграфа изложены в следующих публикациях автора: Клеванский, В. Ф. Аспекты FoMO как новый фактор влияния на эффективность хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности / В. Ф. Клеванский, А. В. Митенков // Финансовый менеджмент. — 2026. — № 2. — С. 84-92.

Гипотеза о влиянии эффекта «страха упущенной выгоды» (англ. FoMO)

С развитием поведенческой экономики в перечень факторов, влияющих на эффективность сделок слияний и поглощений (M&A), экономистами были включены различные социо-психологические аспекты, которые влияют на экономическую эффективность хозяйственной деятельности субъектов.

В частности, в работе Л. Реннебуг и К. Ванстинкисе, основанной на упорядочении и классификации результатов более 200 различных исследований сделок слияний и поглощений¹⁰⁰, упоминается 8 возможных причин неудачных транзакций, которые относятся не к внешним факторам и не к параметрам совершающих сделку фирм, а к особенностям поведения или персональным характеристикам лиц, участвующих в принятии решений, включая такие, как «высокомерие и самонадеянность», «нарциссизм», «агентская проблема» и т.п. (на английском: hubris, overconfidence and narcissism, CEO incentives and compensation, CEO and director connections and networks, board business and multiple directorships, board composition, corporate culture, ownership structure, cross-holdings). Есть также исследования, объясняющие неудачные сделки склонностью руководителей компаний-покупателей «к азартным играм»¹⁰¹, «завистью»¹⁰², либо «предвзятостью» (англ. «confirmation bias»)¹⁰³.

Однако в данном широком перечне отсутствует психологический фактор, ставший в последнее время предметом изучения ряда исследователей – это синдром упущенной выгоды, или по-английски FoMO (“fear of missing out”). Рост его популярности можно объяснить распространением социальных сетей, каналов в мессенджерах и развитием рынка криптовалют. Этот синдром

¹⁰⁰ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

¹⁰¹ Schneider, C. Acquisitions as Lotteries: Do Managerial Gambling Attitudes Influence Takeover Decisions? / C. Schneider, O. Spalt. // SSRN : [сайт]. — 2011. — 12 окт. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1942968> (дата обращения: 14.12.2024).

¹⁰² Goel, A. M. Do Envious CEOs Cause Merger Waves? / A. M. Goel, A. V. Thakor // Review of Financial Studies. — 2010. — № 23(2). — С. 487–517.

¹⁰³ Bogan, V. L. What Drives Merger Decision Making Behavior? Don't Seek, Don't Find, and Don't Change Your Mind / V. L. Bogan, D. R. Just // Journal of Economic Behavior and Organization. — 2009. — № 3. — С. 1-46

объясняет причины бесконечного прокручивания новостной ленты¹⁰⁴ и массового инвестирования в первичные размещения различных альткоинов¹⁰⁵. В последующем, в связи со всё большей доступностью биржевой торговли даже для самых мелких инвесторов, часто совершающих импульсивные сделки под влиянием настроения, синдром упущенной выгоды начал изучаться также и в связи с рыночными колебаниями на фондовом рынке¹⁰⁶.

Возникает исследовательская гипотеза о возможности применения феномена FoMO, объясняющего нерациональное поведение миллениалов и зумеров, к сделкам слияний и поглощений, совершаемым опытными менеджерами и членами советов директоров при поддержке аналитиков и консультантов. Настоящее исследование предоставит аргументы в пользу данной гипотезы.

Обзор литературы

Концепцию FoMO впервые описал психолог Дэн Герман в конце 1990-х годов. Согласно этой концепции, FoMO относится к ощущению тревоги, испытываемой людьми, которые боятся упустить полезный опыт¹⁰⁷.

А. Пржибыльский и др. дополнительно исследовали эмоциональные, мотивационные и поведенческие аспекты FoMO¹⁰⁸. FoMO — это постоянное опасение упустить положительный опыт, который получают остальные. Для него характерно желание постоянно быть в курсе того, что делают другие. Работа Пржибыльского основана на опросе, в ходе которого его участникам предлагалось оценить степень их соответствия повседневному опыту. Данные

¹⁰⁴ Ревунов, С. Е. Цифровая гигиена как способ борьбы с влиянием социальных сетей на психику / С. Е. Ревунов, А. А. Пермовский, Н. А. Бархатов // Проблемы современного педагогического образования. — 2025. — № 87(4). — С.454-456.

¹⁰⁵ Karkkainen T. FOMO in Digital Assets / T. Karkkainen. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2022. — 10 июн. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3814493> (дата обращения: 15.12.2025).

¹⁰⁶ Bonaparte, Y. Catching the FoMO Fever: A Look at Fear in Finance / Y. Bonaparte, F. J. Fabozzi // Journal of Portfolio Management. — 2025. — Т. 51, № 4. — С.241–255.

¹⁰⁷ Herman, D. Introducing short-term brands: A new branding tool for a new consumer reality / D. Herman // Journal of Brand Management. — 2000. — Т. 51, № 5. — С. 330–340.

¹⁰⁸ Przybylski, A. K. Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out / A. K. Przybylski, K. Murayama, C. R. DeHaan, V. Gladwell // Computers in Human Behavior. — 2013. — № 4. — С. 1841-1848.

вопросы были призваны оценить уровень FoMO в контексте использования социальных сетей. В последующем будет показано, каким образом их можно адаптировать для измерения синдрома упущенной выгоды, возникающего у руководителей компаний в отраслях, испытывающих период бурной волны слияний (см. Таблицу 19 ниже).

В свою очередь, Й. Бонапарт и Ф.Дж. Фабозци¹⁰⁹ поставили перед собой задачу анализа поведения частных инвесторов, в связи с чем разработали индекс FoMO, основанный на совокупности составляющих, отражающих ситуацию на рынке.

Не остались в стороне и российские исследователи феномена FoMO, в частности, А. А. Янюк, исследовавшая инструменты «FoMO-маркетинга» и их роль в совершении покупок¹¹⁰. Несмотря на ориентированность данного исследования на бытовой выбор обычных покупателей, психологические основы синдрома упущенной выгоды остаются одинаковыми как для домохозяйки, так и для топ-менеджера. А.Янюк систематизировала приемы маркетологов, с целью создания эффекта FoMO провоцирующих состояние стресса, ведущее к принятию импульсивных решений. Среди этих приемов мы выделим те, которые можно отнести к рынку слияний и поглощений (что будет показано ниже):

1. Ограничение срока: когда время принятия решения лимитировано, человек начинает переживать, что он упустит возможность покупки.
2. Принцип социального доказательства: работа на подсознательном доверии к выбору большинства. А.Янюк подчеркивает, что эффективно эта техника работает при использовании высказывания лидера мнения, а именно конкретного лица, в экспертности которого покупатель не сомневается.

¹⁰⁹ Bonaparte Y., Fabozzi F. J. Catching the FoMO Fever: A Look at Fear in Finance // Journal of Portfolio Management. — 2025. — Т. 51, № 4.

¹¹⁰ Янюк, А. А. Как синдром упущенной выгоды влияет на совершение покупок? / А. А. Янюк // Бизнес-образование в экономике знаний. — 2021. — № 3 (20). — С. 19-22.

3. Специальное предложение, ограниченное во времени. В данном случае, кроме ограничения времени, на подсознание покупателя действует также страх упустить уникальную возможность.
4. Дефицит предложения. Как отмечает А.Янюк, в инструментах FoMO-маркетинга принцип дефицита очень важен, так как он играет на страхе потери, который в большинстве случаев не уступает желанию получить прибыль и становится важнейшим стимулом для совершения покупки.

Исследовавшая фактор FoMO в инвестиционном поведении миллениалов А. Нур Азиза выявила несколько основных закономерностей, связанных с влиянием феномена FoMO¹¹¹. Во-первых, это первоначальная мотивация к инвестированию – им стало социальное давление. Многие респонденты начали инвестировать в криптовалюты или популярные акции, потому что видели широко разрекламированный успех других. Во-вторых, импульсивные решения и отсутствие анализа рисков – большинство респондентов признались, что часто совершают инвестиции, не анализируя риски и не проводя углублённых исследований, а полагаясь на краткую информацию из социальных сетей или от экономических лидеров мнений (инфлюенсеров). В-третьих, эмоциональное воздействие: респонденты испытывали психологическое давление из-за необходимости постоянно искать новую информацию, чтобы «не упустить тренд».

Факторы, вызывающие FoMO, в сделках слияний и поглощений

Обзор литературы наглядно иллюстрирует факторы, способствующие возникновению страха упущенных возможностей. Некоторые из них специально создаются маркетологами, инвестиционными фондами и банковскими структурами, чтобы побудить к эмоциональным покупкам, но в

¹¹¹ Azizah, A. N. The Impact of FOMO (Fear of Missing Out) on Investment Decisions in the Millennial Generation : препринт / A. N. Azizah. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2025. — 7 фев. — URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5127021 (дата обращения: 14.12.2025).

случае слияний и поглощений они представляют собой естественную и неотъемлемую составляющую сделки.

Опираясь на дедуктивный метод, сформулируем неотъемлемые социально-экономические составляющие сделок M&A, которые порождают эффект FoMO в конкретных сделках слияний и поглощений в промышленности.

1. Дефицит предложения

Отмеченный в работе А. Яньюк дефицит предложения – это неотъемлемая часть процесса сделки слияний и поглощений. Активы для покупки не являются товарами в супермаркете, где можно в любой момент выбрать продукт по своим запросам. Каждая из сделок M&A уникальна, т.к. обусловлена множеством достаточно случайных факторов, среди которых желание владельцев продаваемых предприятий избавиться от своих активов, экономическое состояние компаний-целей и их продавцов, макроэкономическая ситуация и т.п. Актив, идеально подходящий компании-покупателю в рамках ее производственных цепочек и бизнес-модели, может никогда не быть выставленным на продажу. А в случае его покупки конкурентом, он также, вероятно, навсегда перестанет быть доступным. Таким образом, каждое предложение о продаже актива, вписывающегося в стратегию развития потенциального покупателя – это по определению редкая, «дефицитная» возможность, которую не хочется упустить. Особенно – с учетом того, что данной возможностью могут воспользоваться конкуренты. Таким образом, страх упустить (и потенциально отдать конкурентам) актив, усиливающий позиции своей компании, при оценке мотивов совершения сделок M&A нельзя игнорировать.

Очевидно, данный эффект может практически отсутствовать в случае небольших приобретений, но может и критически возрасти в случае планирования сделок, которые, по замыслу их организаторов, должны глобально изменить либо масштабы бизнеса, либо сам бизнес участвующих в них компаний. Это может быть, например, создание нового лидера в

индустрии и взаимное дополнение компетенций. В таких случаях сделки и договоренности вполне обоснованно могут расцениваться как «шанс, выпадающий один раз в жизни». Страх упустить такую возможность может существенным образом влиять на решения всех участников сделки, заставляя воспринимать любые сомнения как несущественные. Кроме страха упустить уникальную возможность, возможно, к негативным последствиям в таких случаях приводит и другой страх, который потенциально может влиять как на рядовых сотрудников, так и на начальников достаточно высокого уровня: страх выступить против руководства и «разрушить сделку», о которой договорились «первые лица».

2. Специальное предложение, ограниченное во времени

Еще два маркетинговых фактора из работы А. Яньюк, проявляющихся в сделках M&A и создающих у покупателя эффект FoMO – это ограничение времени на принятие решения, в сочетании с уникальностью предложения. Уникальность предложения является следствием дефицита активов, подходящих приобретателю (см. пункт выше). Что касается ограничения времени, следует отметить, что процесс проведения предварительных переговоров и заключения сделки не является бесконечным. Обычно это конкурентная процедура, имеющая лимитированный срок для проверки выставленного на продажу актива, выставления ценового предложения, подведения итогов и заключения первоначальных обязывающих документов. В рамках ограниченной во времени процедуры страх упустить привлекательный (и, возможно, единственный в своем роде) актив и отдать его конкурентам может возникнуть естественным образом.

Сделки, являющиеся результатом прямой договоренности двух сторон (покупателя и продавца), являются более щадящими с точки зрения эффекта FoMO и проще для покупателей с точки зрения переговорной позиции. В рамках таких сделок у покупателя нет опасений немедленно отдать актив конкурентам, если его предложение покажется продавцу менее

привлекательным. Однако ограничения по времени все равно существуют: они оговариваются как в предварительных, так и в обязывающих документах по сделке. В ходе переговоров и предварительных этапов сделки, никто не может исключить риска того, что продавец снимет актив с продажи или ужесточит свою позицию, или что изменятся внешние условия (и ухудшат позицию покупателя), либо что утечка информации о ведущихся переговорах сподвигнет конкурентов сделать свое, более выгодное предложение. Таким образом, временные ограничения – неотъемлемая часть сделок M&A.

3. Доверие к выбору большинства как фактор FoMO, характерный для волн слияний и периодов отраслевой трансформации отраслей народного хозяйства

Данный «маркетинговый» прием пересекается с психологическими факторами, которые изначально привели к созданию гипотезы о существовании FoMO как отдельного феномена, и находится ближе к первоначальному определению Д. Германа, описывавшему FoMO как «тревогу, испытываемую людьми, которые боятся упустить полезный опыт». Данное чувство является вполне естественным в ходе так называемых «волн слияний» (англ. - «Merger waves»). Согласно работе А. Е. Иванова, «большинство исследователей истории интеграционных сделок отмечают, что мировой рынок слияний и поглощений развивался волнообразно»¹¹². Наличие волн слияний отмечают многие исследователи, упоминая среди гипотез их возникновения¹¹³:

- экономические потрясения, которые усиливают неопределённость, меняют оценку активов и провоцируют консолидацию рынка,

¹¹² Иванов, А. Е. Волны слияний и поглощений на мировом и российском рынках: анализ особенностей, причин возникновения и спада / А. Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. — 2017. — № 3 (462). — С. 488–501.

¹¹³ Чиркова, Е. В. Предпосылки возникновения финансового пузыря / Е. В. Чиркова // Финансы: теория и практика. — 2012. — № 1. — С.79-87.

- корреляцию с бизнес-циклами и пиками активности на рынке ценных бумаг,
- доступность дешевых денег в периоды низких ставок и т.д.

Среди прочих объяснений присутствует гипотеза, представленная в работе А. Такора и А. Гоэла¹¹⁴, которые предположили, что движущей силой волн слияний является, как пишут авторы, «зависть, одна из базовых человеческих черт». В их модели «первопроходцы» получают выгоду в виде положительной доходности акций и более высоких зарплат, поскольку их компании становятся крупнее. Другие руководители в отрасли видят это и копируют стратегию поглощения из «зависти». Их модель допускает, что волна может распространяться из-за рыночных потрясений, и предсказывает, что первые слияния в волне будут более прибыльными и высокооплачиваемыми, чем последующие.

В данном случае, возможно, авторы были отчасти правы, но пропустили возможность объяснить поведение менеджмента не в морально осуждающих терминах, а исходя из научного подхода – как органически присущий сделкам слияний и поглощений фактор FoMO. В связи с этим предположим, что важным аспектом, влияющим на принятие решений в ходе волн слияний, является нежелание проиграть конкурентам и соперникам, «прямо сейчас» совершающим выгодные сделки. Это чувство подпитывается отраслевыми рейтингами компаний, замерами прибыли и капитализации, рейтингом журнала Forbes и комментариями в деловой прессе. Успех в прошлом равного, а теперь, за счет сделок M&A, вырвавшегося вперед (например, по объемам производства, прибыли или влияния) партнера или конкурента – это важный психологический фактор, заставляющий испытывать страх проигрыша и нежелание отстать. Особенно если под влиянием осторожных прогнозов не так давно были упущены сделки, которые и вывели вперед конкурента. Такой негативный опыт заставляет испытывать дополнительное

¹¹⁴ Goel, A. M. Do Envious CEOs Cause Merger Waves? / A. M. Goel, A. V. Thakor // Review of Financial Studies. — 2010. — № 23(2). — С. 487–517.

чувство упущенной выгоды и снижает осторожность при появлении альтернативных целей для сделки. Аналогичным образом снижают осторожность успешные сделки, совершенные покупателем на старте волны слияний.

Нельзя не упомянуть в этой связи также информационное давление, которому в подобных обстоятельствах оказываются подвержены руководители компаний. Утверждения о коренной трансформации рынка и нерелевантности старых рыночных прогнозов в такой ситуации постоянно звучат как в деловой прессе, так и в неформальном общении, подтверждаясь при этом аналитическими материалами инвестиционных банков. Данное психологическое давление напоминает то, что отмечали инвесторы в исследовании А. Нур Азизы¹¹⁵. При этом руководители компаний отвечают не только за свои собственные инвестиции, но и за вверенные им коллективы и прибыль акционеров. В связи с этим указанное выше информационное давление может приводить к еще более острому и тяжелому стрессу.

Помимо сделок, перестраивающих и дополняющих компании партнеров и конкурентов, волны слияний нередко сопровождаются сверхкрупными сделками, создающими новых лидеров индустрии. Такие сделки обычно широко освещаются в прессе и в отчетах банковских аналитиков, своим масштабом убеждая остальных участников рынка в том, что новые слияния оправданы: такие сделки не совершаются без существенной углубленной проработки с привлечением инвестиционных банкиров и консультантов. Продолжая аналогии с приемами FoMO-маркетинга, влияние сверхкрупных транзакций можно сравнить с воздействием позитивных отзывов от «лидеров мнений», что, как отметила в своем исследовании А. Янюк, существенно усиливает информационное воздействие¹¹⁶.

¹¹⁵ Azizah, A. N. The Impact of FOMO (Fear of Missing Out) on Investment Decisions in the Millennial Generation : препринт / A. N. Azizah. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2025. — 7 фев. — URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5127021 (дата обращения: 14.12.2025).

¹¹⁶ Янюк, А. А. Как синдром упущенной выгоды влияет на совершение покупок? / А. А. Янюк // Бизнес-образование в экономике знаний. — 2021. — № 3 (20). — С. 19-22.

Как отмечают Л. Реннебуг и К. Ванстинкисте¹¹⁷, «волны слияний и рост активности в сфере M&A исторически наблюдаются в периоды бума на фондовом рынке». Как результат, переоценка стоимости компаний в сторону повышения побуждает продавцов выставлять на продажу свои ранее недооцененные, по их мнению, активы. Рост предложения создает дополнительное информационное давление на покупателей, вынуждая их рассматривать всё новые и новые потенциальные сделки. Следует отметить, что предлагаются эти активы через специализированных высококвалифицированных консультантов, умеющих подготовить презентационные материалы в максимально привлекательном виде, а также предельно убедительно обосновать предлагаемые высокие оценки и прогнозы.

Почему пропадает осторожность?

Как отмечает большинство исследователей эффекта FoMO применительно к поведению инвесторов (включая упомянутых ранее А.Нур Азизу, Й.Бонапарта и Ф.Дж.Фабозци), одним из признаков сделок, заключающихся под воздействием FoMO, является их импульсивный и непродуманный характер. Однако деятельность крупных компаний, имеющих в своем штате профессиональных экономистов, хорошо представляющих рынок в своей отрасли, и, как правило, нанимающих для оценки и проведения сделки внешних высокорейтинговых консультантов, не должна иметь подобных дефектов. Более того, сделки выше определенного размера подлежат одобрению совета директоров либо собрания акционеров. При таких условиях каждая потенциальная сделка подвергается многоуровневой проверке и утверждению на всех стадиях рассмотрения и принятия решений. Казалось бы, при указанных вводных данных импульсивность и непродуманность решений невозможны. Однако статистика неэффективных сделок говорит об обратном.

¹¹⁷ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Volume 58. — С. 650-699. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

Возможным объяснением является сочетание изложенных выше факторов, вызывающих синдром упущенной выгоды, в совокупности с еще одним – достаточно длительным превышением уровней нормальных для соответствующей отрасли прогнозов, которое может действительно свидетельствовать об объективной трансформации рынка и возникновении на нем новых условий.

Исследование Е.В. Чирковой¹¹⁸, посвященное пузырям на финансовых рынках, как одну из причин их возникновения упоминает сложности оценки объектов в условиях возникновения «новой парадигмы», в рамках которой привычные зависимости и прогнозы не работают. Обстоятельства, которые приводят к ощущению кардинальной смены условий и способствуют появлению новых и пересмотру старых оценок: технологические прорывы и зарождение новых отраслей, освоение новых географических территорий/рынков, финансовые инновации, предположения об ограниченности ресурсов, а также реальные или кажущиеся изменения политических и макроэкономических условий.

Уточнению финансовых моделей и заложенных в них предпосылок способствует и пересмотр макроэкономических, а также долгосрочных отраслевых прогнозов инвестиционных банков. Д. Шарфштейн и Дж. Штейн¹¹⁹, а также М. Клемент и С. Це¹²⁰ отмечали так называемую «стадную модель поведения» (англ. herd behavior) аналитиков, в ситуации неопределенности и массового пересмотра прогнозов, стремящихся «ошибаться вместе с толпой» — в этом случае, по сравнению с «ошибкой в одиночку», они меньше рискуют своей репутацией и карьерным ростом. Под такой ошибкой исследователи подразумевают несбывшийся «смелый», или «дерзкий» (англ. «bold»), то есть кардинально отличающийся от всех

¹¹⁸ Чиркова, Е. В. Предпосылки возникновения финансового пузыря / Е. В. Чиркова // Финансы: теория и практика. — 2012. — № 1.

¹¹⁹ Scharfstein, D. S. Herd Behavior and Investment / D. S. Scharfstein, J. C. Stein // The American Economic Review. — 1990. — № 80(3). — С. 465–479.

¹²⁰ Clement, M. B. Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting / M. B. Clement, S. Y. Tse. // The Journal of Finance. — 2005. — № 60(1). — С. 307–341.

остальных, негативный прогноз на растущем рынке. Аналогичное (или даже более высокое) давление ощущают на себе подразделения и специалисты по корпоративной стратегии компаний-покупателей, особенно если, на начальной стадии волны слияний, их осторожные прогнозы не оправдались, и, тем более, если это привело к упущенной сделке, которую забрал себе склонный к риску конкурент.

Не исключено и влияние конфликта интересов, отмечавшегося, например, Р. Михаэли и К. Вомаком¹²¹. Волна слияний – это время наиболее высоких прибылей консультантов и инвестиционных банков, что делает их не заинтересованными в снижении M&A-активности. Соответственно, пессимистичные прогнозы и призывы к осторожности – не в их интересах. Особенно, если ответственность размывается на всех участников рынка, которые «ошибались одинаково».

Среди возможных причин можно также отметить упоминавшийся выше страх «разрушить сделку», согласованную на «самом верху». Еще одним вероятным фактором, способствующим недостаточной проработанности рисков, может служить ограниченность знаний команд, работающих над проектом. В частности, несовпадение корпоративных культур двух объединяющихся компаний не очевидно для членов рабочих групп, готовящих материалы для руководства – это несовпадение станет явным в последующем, в ходе взаимодействия по операционным вопросам (которого на стадии подготовки сделки может не быть). Аналогично может проявляться отсутствие взаимного понимания бизнеса компаний, стремящихся объединить свои компетенции или получить доступ к новым разработкам, что приводит к завышению оценки потенциальных синергий.

Таким образом, кроме страха упустить возможности, уже успешно использованные конкурентами, и информационного давления (что является классическими признаками FoMO), руководители компаний могут также

¹²¹ Michaely, R. Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations / R. Michaely, K. L. Womack // The Review of Financial Studies. — 1999. — № 12(4). — С. 653–686.

испытывать уверенность в проработанности сделок и релевантности цен активов. Данная уверенность подкрепляется как рыночными оценками и мультипликаторами, так и ДДП-моделями (моделями на основе дисконтированного денежного потока), построенными на консенсус-прогнозах аналитиков крупнейших инвестиционных банков (что в определенной степени соответствует выявленному А. Нур Азизой последствию FoMO – совершению сделок на основе мнений финансовых инфлюенсеров¹²²). Консервативные и основанные на предшествующем опыте прогнозы в какой-то момент отбрасываются, т.к. объявляются не соответствующими изменившимся рыночным условиям. И так – до момента негативного изменения обстоятельств и последующего «реактивного» (другими словами, являющегося реакцией на уже свершившиеся изменения) обновления прогнозов – в сторону пессимизма. Причиной ошибки во многих случаях является то, что новые тенденции не всегда меняют рынок или отрасль настолько кардинально, чтобы создать «новую парадигму». В результате, длительный, но конъюнктурный, фактор теряет силу, за ростом следует падение, консервативные прогнозы оказываются верными (хоть и отложенными в своей реализации), а приобретенные активы в условиях возвращения к действовавшей ранее норме начинают приносить убытки, усиленные процентами по взятым для приобретения этих активов кредитам.

3.2. Разработка инструментария оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов на основе Риск-Индикатора FoMO¹²³.

¹²² Azizah, A. N. The Impact of FOMO (Fear of Missing Out) on Investment Decisions in the Millennial Generation : препринт / A. N. Azizah. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2025. — 7 фев. — URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5127021 (дата обращения: 14.12.2025).

¹²³ Материалы параграфа изложены в следующих публикациях автора: Клеванский, В. Ф. Организационно-экономический инструментарий оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингах / В. Ф. Клеванский, А. В. Митенков // Экономика промышленности. — 2026. — №19(2). — С. 156–171.

Теоретические основы разработки риск-индикатора FoMO.

Измерению поведенческих настроений инвесторов посвящено множество исследований, которые акцентируются на измерении отклонений текущего ценового уровня рынка ценных бумаг или отдельных акций от их фундаментальных «рациональных» значений. Напрямую измерить «настроения» невозможно: экономисты всегда относятся к опросам с некоторой долей подозрительности из-за потенциального разрыва между тем, как люди реагируют на опрос, и тем, как они поступают в реальной ситуации. Поэтому большинство исследователей для измерения настроений инвесторов использует различные «прокси», или, другими словами, показатели, косвенно свидетельствующие об отклонении поведения инвесторов от «нормального», экономически целесообразного, поведения. В частности, Бейкер и Вурглер (2006) используют 6 таких «прокси»: объем торгов; дивидендную премию (соотношение цен акций компаний, выплачивающих и не выплачивающих дивиденды); скидку по закрытому фонду (разницу между чистой стоимостью фактических ценных бумаг фонда и рыночной ценой фонда); количество IPO, доходность IPO за первый день торгов; и долю акций в общем объеме новых эмиссий (включая долговое финансирование)¹²⁴. С развитием Интернета и поисковых систем большую популярность получило измерение настроений с помощью изучения статистики поисковых запросов, текстового анализа и медиа-источников. Например, основываясь на более чем 1,5 миллионах наблюдений, В.Антвейлер и М.Фрэнк (2004) пришли к выводу, что сообщения в Интернете могут прогнозировать волатильность акций¹²⁵. В свою очередь, П.Тетлок (2007) убедительно показывает, что новостной контент СМИ может предсказывать движение фондового рынка. Он вывел простой показатель

¹²⁴ Baker, M. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns / M. Baker, J. Wurgler // The Journal of Finance. — 2006. — № 61. — С. 1645-1680. — <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>

¹²⁵ Antweiler, W. Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards / W. Antweiler, M. Z. Frank // The Journal of Finance. — 2004. — № 59. — С. 1259-1294. — <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00662.x>

пессимизма в СМИ – количество негативных слов – из содержания колонки “В курсе рынка” в Wall Street Journal (WSJ) и обнаружил, что высокий уровень пессимизма СМИ однозначно негативно сказывается на рыночных ценах¹²⁶. С точки зрения дальнейших исследований «настроений» в M&A, интерес может представлять использование индекса настроений менеджеров (MS), разработанного Цзян и др. (2019), которые анализируют обобщенное текстовое содержание корпоративной финансовой отчетности, используя информационное преимущество менеджеров в отношении своих компаний перед внешними инвесторами. Индекс измеряет тональность текста с помощью расчета разницы между количеством положительных и отрицательных слов в сообщении компании, и в результате дает агрегированную оценку общего настроения менеджеров на рынке¹²⁷.

Возвращаясь ближе к предмету настоящего исследования, важно еще раз упомянуть работу Й.Бонапарта и Ф.Дж.Фабозци, разработавших индекс FoMO, основанный на совокупности составляющих, отражающих ситуацию на рынке. Предложенный вышеуказанными авторами Индекс FoMO содержит следующие компоненты:

1. Импульсный компонент: рассчитывается как скользящее значение индекса S&P 500 за 2 месяца за вычетом скользящего среднего за 12 месяцев.
2. Компонент настроений: рассчитывается как сумма поисковых запросов Google, которые включают такие ключевые слова, как FoMO, short squeeze и т.д.
3. Маржинальный компонент FoMO отслеживает активность инвесторов по использованию заемных средств. Растущие уровни маржи указывают на большую уверенность и возросшую

¹²⁶ Tetlock, P. C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market / P. C. Tetlock // Journal of Finance. — 2007. — № 62. — С. 1139–1168.

¹²⁷ Jiang, F. Manager sentiment and stock returns / F. Jiang, J. Lee, X. Martin, G. Zhou // Journal of Financial Economics. — 2019. — № 132(1). — С. 126–149. — <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.001>

готовность брать займы для получения более высокой потенциальной доходности.

Подход Бонапарта и Фабоцци, продолжающий логику предшествующих исследований, дедуктивно применим и для сделок M&A, при этом, однако, требует модификации компонентов в целях отражения ключевых мотивирующих факторов, воздействующих на руководителей и акционеров компаний в сделках M&A.

Однако, в отличие от Бонапарта и Фабоцци и их предшественников, в данной работе предлагается измерять не только отклонения компонентов от их предшествующих или фундаментальных значений, но и продолжительность этих отклонений. Теоретически это можно обосновать сущностью FoMO: страх «упустить выгоду» возникает обычно после того, как эту «выгоду» уже начинают получать другие, и с задержкой во времени это начинает осознавать подверженный данному поведенческому фактору субъект. В случае сделок слияний и поглощений это означает, что предлагаемый к разработке индикатор должен содержать временной параметр, а исходя из долгосрочного характера данных сделок и длительных периодов переговоров, оформления и заключения обязывающих документов, его можно измерять с помощью продолжительных временных интервалов, например, в годах.

При этом для разработки индекса важно выявить компоненты, носящие предиктивный характер, то есть заранее предупреждающие руководителей компаний об опасности и необходимости дополнительной проверки расчетов, обосновывающих будущую экономическую эффективность рассматриваемой сделки.

Разработка Риск-Индикатора FoMO

Согласно факторам, выявленным в разделе 3.1, создающим эффект FoMO в сделках M&A, предлагается выделить компоненты индекса, отслеживающие условия, характеризующие повышенный риск возникновения FoMO, в соответствии с таблицей ниже.

Таблица 11 – Составляющие FoMO в сделках M&A*.

Составляющие FoMO	Факторы, активизирующие FoMO в сделках M&A
Стремление не упустить полезный опыт, который получают другие	«Волны слияний»
Доверие к выбору большинства	Оптимизм инвесторов
Следование за «лидерами мнений»	Наличие «мега-сделок»
Импульсивные решения и отсутствие анализа рисков	Изменение рыночных условий, появление «новой парадигмы», в которой старые подходы и прогнозы не действуют

* Разработано автором

Таким образом, компоненты индекса должны отслеживать:

- «волны слияний» как длящиеся процессы, приносящие выгоду их участникам и трансформирующие рынок – в которых, до определенного момента, не участвует подверженный соответствующему информационному и социальному давлению менеджмент компаний-потенциальных покупателей.
- «оптимизм инвесторов», характеризующийся ростом акций участвующих в слияниях и поглощениях компаний. Данный фактор демонстрирует возможное давление, оказываемое на руководителей компаний их акционерами, а также возможное возникновение у них ощущения безопасности и выгоды заключаемых сделок M&A. Также к индикатору, характеризующему «оптимизм», царящий на рынке слияний и

поглощений, можно отнести рост количества трансграничных сделок. Увеличение числа таких сделок, обоснованно считающихся сделками с повышенной рискованностью и сложностью, явным образом свидетельствует о снижении «чувства опасности» у руководителей компаний, заключающих подобные сделки, а также может говорить о наличии на рынке новых идей или условий, стимулирующих дополнительную глобальную интеграцию, что при определенных условиях может также привести к завышению цен таких сделок (данный тезис будет подробнее раскрыт ниже).

- «мега-сделки» с оплатой акциями – как субъективный фактор «следования за авторитетами/инфлюенсерами», и одновременно – как объективный показатель «перекупленности» рынка и возникновения рыночного «пузыря». Как было показано выше, такие сделки, благодаря своим масштабам, широко освещаются в СМИ, убеждая остальных участников рынка в оправданности новых слияний: данные сделки не совершаются без существенной углубленной проработки с привлечением инвестиционных банкиров и консультантов. С другой стороны, по свидетельству Л. Реннебуг и К. Ванстинкисте¹²⁸, такого рода сделки считаются индикатором рыночного «пузыря»: обычно они проводятся, когда цена акций компании-покупателя, по оценке менеджмента, завышена, и в этом случае ими выгодно заплатить за приобретение. Заключение таких сделок может также свидетельствовать об осторожности финансирующих банков, высоко оценивающих риски подобных сделок, из-за чего долговое финансирование становится более сложным, чем выпуск новых акций.
- изменение рыночной ситуации и возможное наличие «новой парадигмы», влияющей на изменение консенсус-прогнозов

¹²⁸ Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т.58 — С. 650-699. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>

аналитиков, что вносит поправки в финансовые модели и стимулирует к заключению сделок, которые в более ранних условиях были бы восприняты как бесперспективные.

Обоснуем детально данные компоненты и методику их расчета с целью повышения эффективности сделок слияний и поглощений.

1. Компонент, отражающий «волны слияний»

В качестве данного компонента предлагается использовать количество объявлений о сделках M&A на соответствующем рынке. На восходящей волне роста рынка активизируется роль информационного сообщества: чем больше слияний, тем больше о них пишут специализированные и деловые СМИ¹²⁹. Данный компонент желательно привязать к тому рынку, частью которого ощущает себя инвестор, или частью которого он желает стать. Другими словами, информационное давление должно включать в себя истории о положительном опыте и росте бизнеса близких партнеров и ближайших конкурентов, либо о мотивирующем выходе на новые перспективные рынки, привлекательные для бизнеса компании-покупателя. При этом, кроме завершенных сделок, в индикатор предлагается включить любые объявленные сделки, в том числе отмененные в последующем: в момент их объявления еще не известна их последующая судьба, и их влияние с точки зрения информационного давления не отличается от сделок, которые в дальнейшем будут завершены юридически.

Для расчета данного компонента предлагается принять его равным числу лет, в течение которых количество объявленных сделок более чем на 30% превышает минимум за 4 предыдущих года. При этом, при расчете индикатора, его значение становится равным нулю при снижении количества сделок ниже указанного выше показателя.

¹²⁹ Митенков, А. В. Роль информации и ее структура при анализе взаимодействия субъектов рынка / А. В. Митенков, В. В. Чупахин, А. Р. Жусуева // Вестник Удмуртского университета. Серия Экономика и право. – 2025. – Т. 35, № 4. – С. 622-630. – DOI 10.35634/2412-9593-2025-35-4-622-630. – EDN BMKLT5.

Формула расчета Компонента количества сделок (назовем его Q, от англ. “quantity” – «количество»):

$$Q_t = \begin{cases} Q_{(t-1)} + 1 & \text{при } x_t > 1,3 * \min(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4) \\ 0 & \text{при } x_t \leq \min(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4), \end{cases} \quad (5)$$

где

t – год измерения;

x_t – количество объявленных сделок М&А в год измерения;

$x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4$ – количество объявленных сделок М&А за предыдущие 4 года;

Q_t – компонент количества сделок.

Для наглядности в Таблице 12 ниже представим динамику показателя на 17-летнем периоде, основываясь на фактических данных. Это позволит увидеть как «накопление» компонента при росте числа слияний и поглощений на рынке, так и его резкое «обнуление», если активность падает ниже минимального порога.

Таблица 12 – Расчет компонента Q по годам на основе фактических данных за 1984-2000 годы*

Год (t)	Сделки (x_t)	Минимум за 4 года (m_t)	Порог ($1,3 * m_t$)	Условие ($x_t > 1,3 m_t$)	Результат (Q_t)
1984	15	—	—	—	0
1985	21	—	—	—	0
1986	15	—	—	—	0
1987	21	—	—	—	0
1988	33	15	19,5	ДА	1
1989	33	15	19,5	ДА	2
1990	33	15	19,5	ДА	3

1991	31	21	27,3	ДА	4
1992	27	31	40,3	НЕТ	0
1993	26	27	35,1	НЕТ	0
1994	37	26	33,8	ДА	1
1995	54	26	33,8	ДА	2
1996	52	26	33,8	ДА	3
1997	66	26	33,8	ДА	4
1998	51	37	48,1	ДА	5
1999	59	51	66,3	НЕТ	0
2000	65	51	66,3	НЕТ	0

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

На рисунке 11 представлен график, который наглядно иллюстрирует, что продолжительность «волны слияний» более 3 лет в конечном итоге, в рамках исследуемой выборки, приводила фактически к заключению экстра-убыточных сделок.

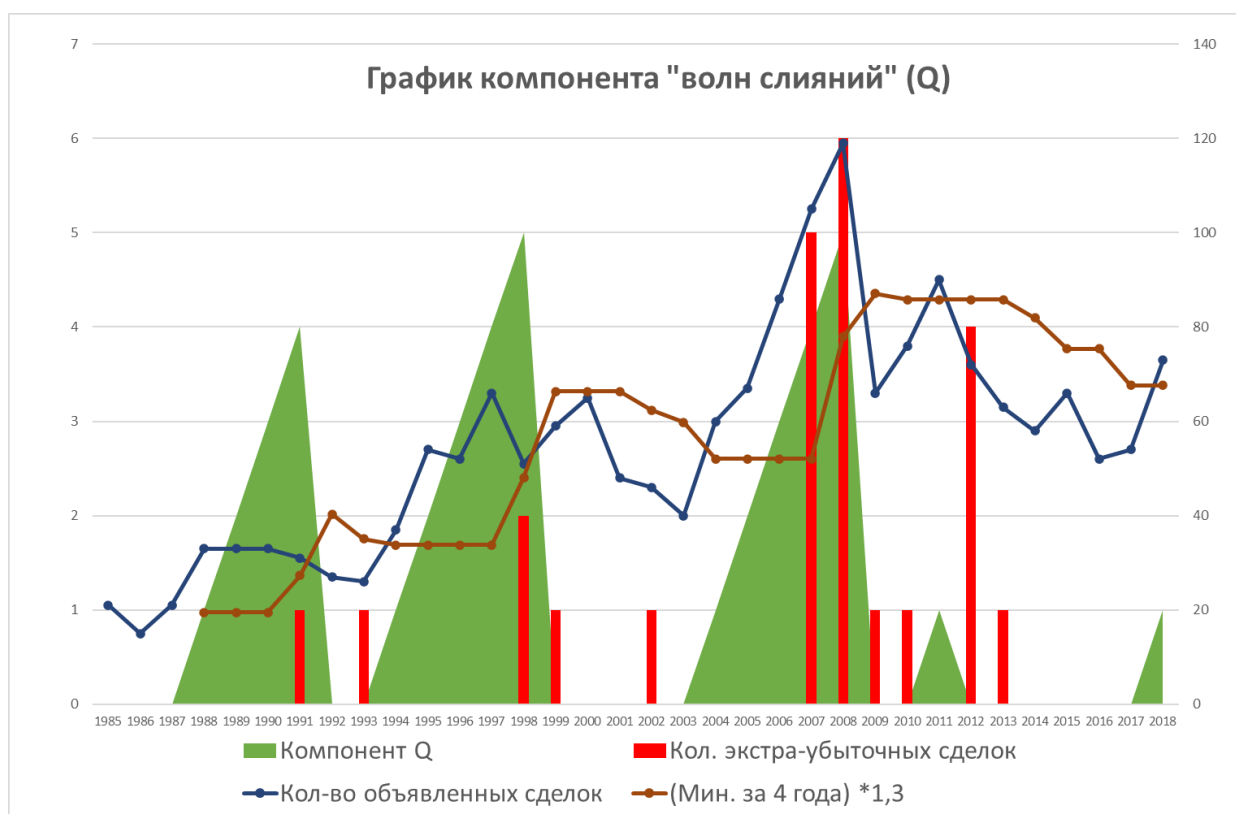


Рисунок 11 – График компонента Q в сочетании с графиком экстра-убыточных сделок*.

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

2. Компоненты, отражающие «оптимизм инвесторов»

3.1. Индикатор CARs

В качестве данного компонента предлагается использовать индикатор накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs). Ранее в Главе 1 были раскрыты недостатки данного показателя с точки зрения оценки эффективности сделок, однако данный индикатор по своей природе призван измерять отношение инвесторов к происходящим событиям, и таким образом, позитивные значения CARs характеризуют положительное отношение инвесторов к заключаемым сделкам M&A, и наоборот, отрицательные – выражают распространенный среди них пессимизм.

Для целей расчета данного индикатора предлагается принять его равным числу лет, в течение которых накопленная избыточная доходность половины

(или более) объявленных сделок M&A является положительной, и менее половины – отрицательной. При этом при расчете индикатора, его значение становится равным нулю при снижении накопленной избыточной доходности более половины объявленных сделок слияний и поглощений ниже нуля.

Формула расчета компонента, отражающего превалирующую положительную накопленную избыточную доходность (CARs) на соответствующем рынке:

$$C_t = \begin{cases} C_{(t-1)} + 1 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} \geq N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} \\ 0 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} < N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} \\ 0 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} + N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} < 2 \end{cases} \quad (6)$$

где

C_t – компонент, отражающий превалирующую положительную накопленную избыточную доходность (CARs);

t – год измерения;

$N_{Positive\ CAR_t}$ и $N_{Negative\ CAR_t}$ – количество сделок с положительной и отрицательной накопленной избыточной доходностью (CARs) в год измерения, при этом накопленная избыточная доходность рассчитывается по всем объявленным в течение года t сделкам в изучаемой отрасли и географической локации, по компаниям-покупателям, имеющим листинг на биржах, на временном окне 0–7 дней с момента объявления сделки, в сравнении с биржевым индексом на том же временном окне:

$$CAR_{0-7} = (P_7 - P_0)/P_0 - (S\&P500_7 - S\&P500_0)/S\&P500_0$$

где

P_7 и P_0 – цена акций компании-покупателя по истечении 7 дней с момента объявления о сделке и в дату объявления о сделке соответственно;

$S\&P500_7 - S\&P500_0$ – показатели индекса S&P 500 по истечении 7 дней с момента объявления о сделке и в дату объявления о сделке соответственно.

Таблица 13 – Расчет $CARS_{0-7}$ на примере двух сделок:

Приобретение компанией Nucor Corp компании Hannibal Industries Inc (дата объявления 20.07.2021) – показатель CARs положительный.

Приобретение компанией United States Steel Corp компании Big River Steel LLC (дата объявления 10.01.2019) – показатель CARs отрицательный.

Дата объявления о сделке	P_0	P_7	$S\&P500_0$	$S\&P500_7$	$\frac{P_7 - P_0}{P_0}$	$\frac{S\&P500_7 - S\&P500_0}{S\&P500_0}$	CARs
20.07.2021	91,52	98,38	4 323,06	4 401,46	7,50%	1,81%	5,68%
10.01.2019	11,93	11,03	2 940,25	2 893,06	-7,54%	-1,60%	-5,94%

В расчетах показателя для настоящего исследования были использованы данные по 61 сделке на рынке США.

Для наглядности в следующей таблице представим динамику показателя на 17-летнем периоде, основываясь на фактических данных. Это позволит увидеть «накопление» компонента при превалировании на рынке положительных значений накопленной избыточной доходности (что характеризует оптимизм инвесторов относительно происходящих интеграционных процессов), а также его «обнуление» при снижении большинства показателей накопленной избыточной доходности в отрицательную область.

Таблица 14 – Расчет компонента С по годам на основе фактических данных за 1984-2000 годы*

Год (t)	$N_{Positive\ CARS_{0-7}(t)}$	$N_{Negative\ CARS_{0-7}(t)}$	$N(+) > N(-)$	$N(+) + N(-) < 2$	С
1984	0	0		Да	
1985	0	0		Да	
1986	1	0		Да	
1987	1	0		Да	
1988	3	1	Да	Нет	1
1989	2	0	Да	Нет	2
1990	1	1	Да	Нет	3
1991	1	0	Нет	Да	0
1992	0	1	Нет	Да	0
1993	1	0	Нет	Да	0
1994	2	0	Да	Нет	1
1995	3	0	Да	Нет	2
1996	2	1	Да	Нет	3
1997	3	2	Да	Нет	4
1998	2	4	Нет	Нет	0
1999	1	2	Нет	Нет	0
2000	1	0	Да	Да	0

* Разработано автором на основе собственных расчетов

Представленный на рисунке ниже график наглядно иллюстрирует присутствие оптимистичных ожиданий относительно заключаемых сделок в периоды, предшествующие заключению экстра-убыточных сделок на исследуемой выборке.



Рисунок 12 – График компонента С в сочетании с графиком экстра-убыточных сделок*.

* Разработано автором на основе собственных расчетов

3.2. Индикатор роста числа трансграничных сделок

Трансграничные сделки слияний и поглощений являются наиболее сложными и рискованными с точки зрения интеграции объединенных активов. Увеличение их количества выше уровней предыдущих лет может означать рост оптимизма участников рынка относительно сделок M&A. Данный оптимизм, в сочетании с эффектом FoMO, вынуждает игнорировать имеющиеся сомнения и наработанную негативную практику, и принимать на себя дополнительные риски. Рост количества трансграничных сделок также может отображать процессы отраслевой трансформации, связанные с появлением новых игроков, пытающихся расширить свою долю рынка за счет консолидации активов – что в свою очередь может приводить к переплате за приобретаемые активы и в случае «массовости» данного явления – к разгону цен и увеличению риска заключения убыточных сделок.

Для вычисления данного компонента предлагается рассчитывать число лет, в течение которых количество трансграничных сделок держится выше своего среднего значения за предыдущие годы. Предполагается, что длительное отклонение активизирует эффект FoMO, заставляя руководителей компаний уделять больше внимания новостям о слияниях и поглощениях, рассматривая при этом, несмотря на дополнительные риски, также варианты выхода на новые рынки.

Формула расчета Компонента количества трансграничных сделок (назовем его T):

$$T_t = \begin{cases} T_{(t-1)} + 1 & \text{при } x_t > \mu(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4) \\ 0 & \text{при } x_t \leq \mu(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4), \end{cases} \quad (7)$$

где

t – год измерения;

x_t – количество трансграничных сделок M&A в год измерения;

$x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4$ – количество трансграничных сделок M&A за предыдущие 4 года;

$\mu(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4)$ – среднее количество трансграничных сделок M&A за предыдущие 4 года;

T_t – компонент количества трансграничных сделок

Для наглядности в Таблице 15 представим динамику показателя на 17-летнем периоде, основываясь на фактических данных. Это позволит увидеть как «накопление» компонента при росте числа трансграничных сделок, так и его резкое «обнуление», если активность падает ниже среднего значения за предыдущие 4 года.

Таблица 15 – Расчет компонента Т по годам на основе фактических данных за 1984-2000 годы*

Год (t)	ТГ сделки (x _t)	Среднее за 4 года (μ)	Условие (x _t >1,3mt)	Результат (T _t)
1984	0	—	—	0
1985	0	—	—	0
1986	1	—	—	0
1987	2	—	—	0
1988	1	1	НЕТ	0
1989	5	1	ДА	1
1990	8	2,25	ДА	2
1991	5	4	ДА	3
1992	3	4,75	НЕТ	0
1993	1	5,25	НЕТ	0
1994	3	4,25	НЕТ	0
1995	4	3	ДА	1
1996	6	2,75	ДА	2
1997	4	3,5	ДА	3
1998	12	4,25	ДА	4
1999	11	6,5	ДА	5
2000	8	8,25	НЕТ	0

* Разработано автором на основе собственных расчетов

Представленный на рисунке 13 график иллюстрирует рост числа трансграничных сделок в периоды, предшествующие заключению экстра-убыточных сделок (в 3 случаях из 4).



Рисунок 13 – График компонента Т в сочетании с графиком экстра-убыточных сделок*.

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

3. Индикатор наличия «мега-сделок».

В качестве базы для данного компонента предлагается использовать наличие «мега-сделок» (то есть очень крупных относительно нормального уровня сделок) с оплатой акциями. При этом для расчета данного индикатора используются только юридически завершённые сделки, т.к. отмена подобных сверхкрупных сделок (сопровождающаяся возможной критикой) способна выступить фактором, снижающим или устраняющим воздействующий на участников рынка эффект FoMO.

На Рисунке 14 график показывает, что в периоды концентрации крупных сделок с оплатой акциями, либо в последующие годы, риск совершения экстра-убыточных сделок существенно возрастает.

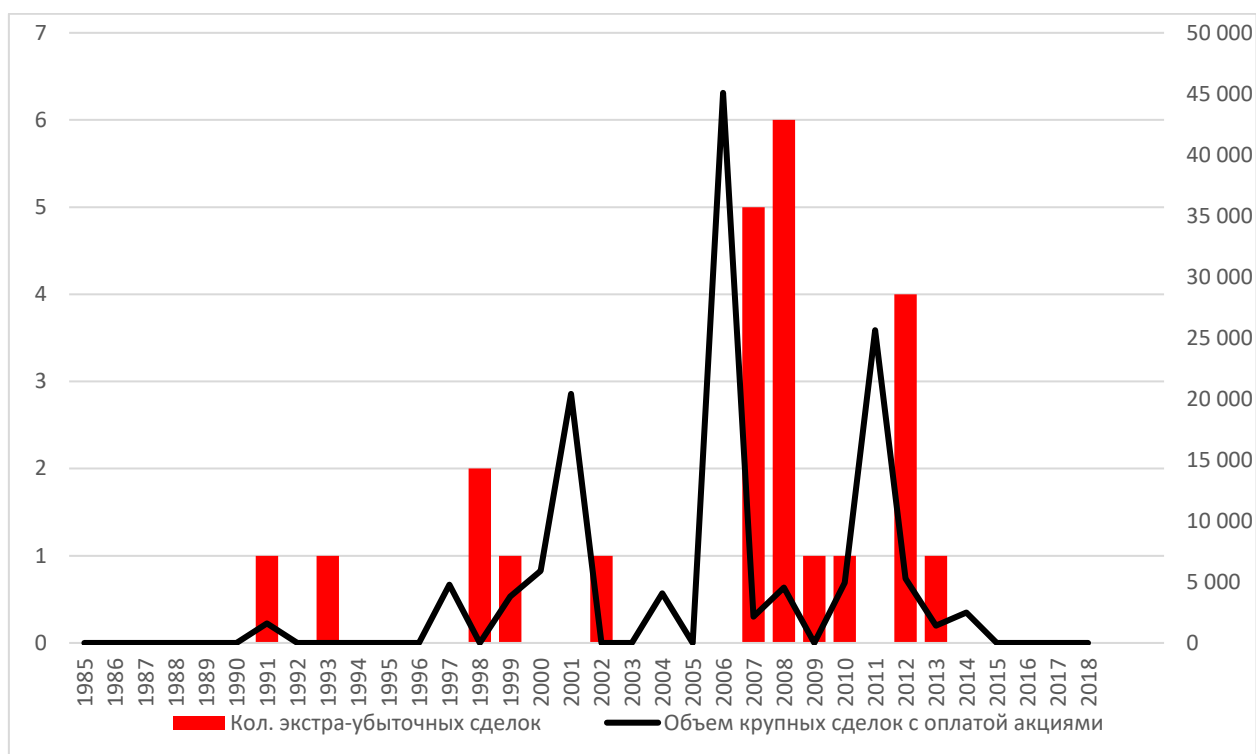


Рисунок 14 – Объемы мега-сделок с оплатой акциями (без Китая¹³⁰), и количество экстра-убыточных сделок*.

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

4. Компонент, отражающий изменение рыночных условий.

В качестве такового может выступать индикатор, характеризующий существенное изменение условий, формирующих прибыльность на соответствующем рынке. Для сталелитейного рынка базой для такого индикатора может являться цена готовой продукции, например цена горячекатаного рулона на рынке США, демонстрирующая наглядное совпадение с графиком экстра-убыточных сделок. Устойчивое изменение цены готовой продукции может не только вызывать пересмотр более ранних финансовых прогнозов и менять отношение к рассматриваемым слияниям и поглощениям. Кроме эффектов, подпитывающих FoMO, как это было

¹³⁰ Внутренние китайские сделки обусловлены внутрикитайскими факторами (давлением государства в плане закрытия избыточных и устаревших мощностей), что не должно было оказывать влияние на рынок США.

показано выше, рост цен приводит к возникновению избыточных ресурсов у потенциальных покупателей (что влечет за собой дополнительный «аппетит» к слияниям). При этом длительное снижение цен также может вызывать волны слияний: либо с целью объединения финансовых потенциалов, либо снижения издержек, либо конкуренции на рынках.

Для целей расчета данного индикатора предлагается рассчитывать число лет, в течение которых цена соответствующей продукции на рынке держится выше или ниже своего среднего значения за предыдущие годы. Предполагается, что длительное отклонение заставляет участников рынка поверить в продолжение существующих тенденций, что в результате ведет к изменению консенсус-прогнозов аналитиков, используемых в ДДП-моделях при планировании слияний и поглощений, а также меняет ресурсный потенциал и «соотношение сил» отраслевых игроков, что в свою очередь приводит к интеграционным и дезинтеграционным процессам.

При расчете данный индикатор «обнуляется» в случае снижения цен ниже или роста цен выше средних значений за предыдущие 4 года (что характеризует смену тенденции), и снова принимает значение «1» в случае продолжения тенденции, увеличиваясь далее на «1» каждый год, в течение которого тенденция роста или снижения цен остается постоянной.

Формула расчета Компонента цен, отражающего изменение рыночных условий (назовем его M , от английского «market» - «рынок»):

$$M_t = \begin{cases} M_{(t-1)} + 1 & \text{при } (P_t - \bar{P}_{t-4,t-1}) \cdot (P_{t-1} - \bar{P}_{t-5,t-2}) > 0 \\ 0 & \text{при } (P_t - \bar{P}_{t-4,t-1}) \cdot (P_{t-1} - \bar{P}_{t-5,t-2}) \leq 0, \end{cases} \quad (8)$$

где

t – год измерения;

P_t – цена продукции в год измерения;

$\bar{P}_{t-4,t-1}$ – средняя цена продукции за 4 года, предшествующих году измерения;

M_t – компонент цен

Для наглядности в Таблице 16 представим динамику показателя на 16-летнем периоде, основываясь на фактических данных. Это позволит увидеть как «накопление» компонента при отклонении цены от средних значений за предыдущие годы, так и его резкое «обнуление» при смене тенденции.

Таблица 16 – Расчет компонента М по годам на основе фактических данных за 1985-2000 годы*

Год (t)	Цена продукции (P_t)	Среднее за 4 года ($\bar{P}_{t-4,t-1}$)	Знак отклонения («+» или «-»)	Условие (изменение знака = смена тенденции)	Результат (M_t)
1985	325,0239	—		—	0
1986	343,9419	—		—	0
1987	419,9475	—		—	0
1988	440,9491	362,97	+	—	0
1989	377,7538	382,47	-	смена тренда	0
1990	368,337	395,65	-	новый тренд	1
1991	329,2284	401,75	-	новый тренд	2
1992	323,8039	379,07	-	новый тренд	3
1993	371,1114	349,78	+	смена тренда	0
1994	415,6631	348,12	+	новый тренд	1
1995	386,2681	359,95	+	новый тренд	2
1996	370,6521	374,21	-	смена тренда	0
1997	374,7857	385,92	-	новый тренд	1

1998	334,3677	386,84	-	новый тренд	2
1999	321,5074	366,52	-	новый тренд	3
2000	332,0712	350,33	-	новый тренд	4

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

На рисунке 15 представлен график, который наглядно иллюстрирует, что продолжительность ценовых трендов более 2–3 лет, в рамках исследуемой представительно выборки, в большинстве случаев совпадала с периодами концентрации экстремально-убыточных сделок.

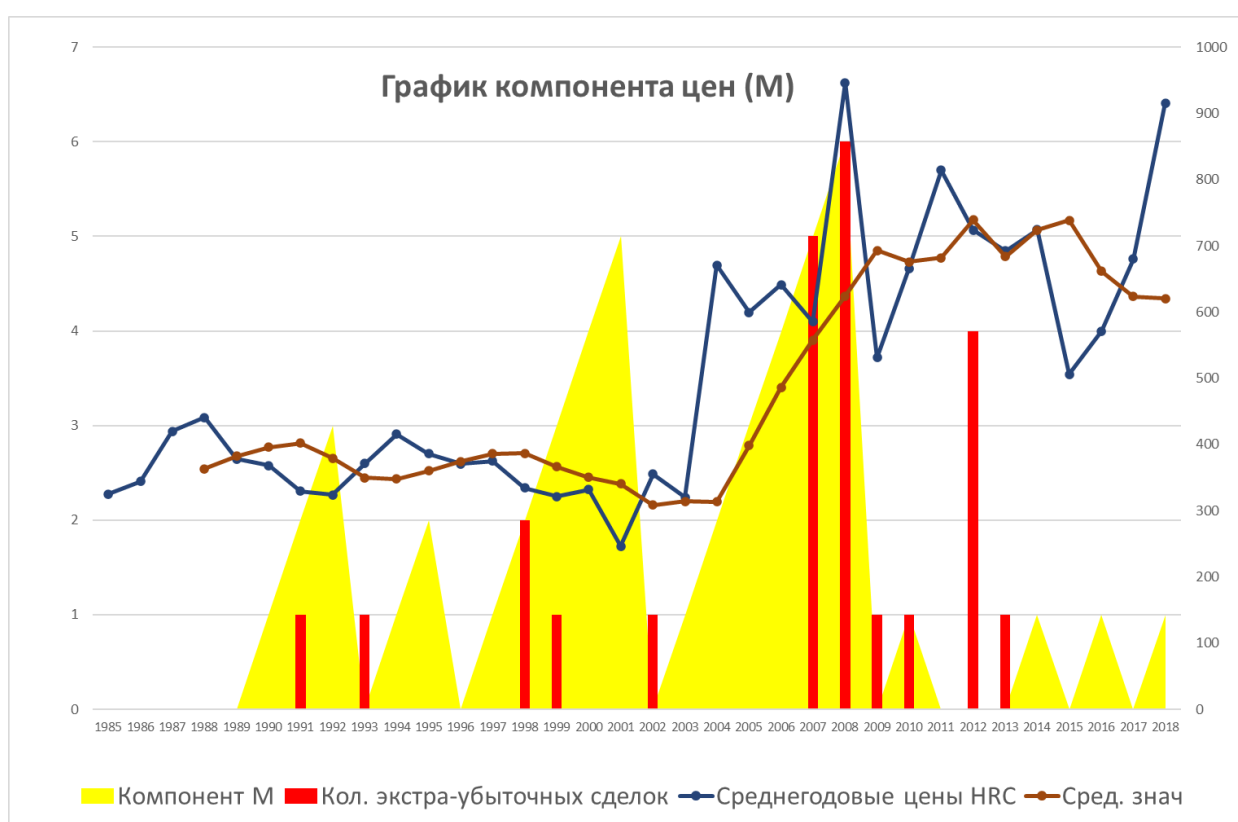


Рисунок 15 – Соотношение ценовых трендов HRC¹³¹, компонента М и количества экстремально-убыточных сделок*.

** Разработано автором на основе собственных расчетов*

¹³¹ Указана среднегодовая цена горячекатанного рулона на рынке США (англ. hot-rolled coil, HRC), по данным ООО «ЕВРАЗ»

Разработка интегрального риск-индикатора FoMO для сделок слияний и поглощений.

Предложенные компоненты, характеризующие действующее на рынке информационное давление, настроения инвесторов, влияние лидеров мнений и изменение ценовых условий, отвечают ранее предложенным критериям «прокси» для оценки влияния «страха упущенной выгоды» на рынке M&A, однако, в связи с комплексным характером эффекта FoMO, требуют объединения в один интегральный индикатор, учитывающий все соответствующие факторы в единстве многообразной совокупности зон оценки рисков FoMO.

Для уравнивания весов компонентов их максимальные значения предлагается ограничить. Поскольку практически все применяемые индикаторы отражают количество лет, в течение которых на рынке присутствуют условия, вызывающие активацию фактора FoMO, и с учетом сроков подготовки сделок M&A и публикации их первых результатов (демонстрирующих «выгоду» продолжающихся слияний), можно сделать предположение, что факторы FoMO начинают действовать по истечении ориентировочно двух лет с момента их первого проявления. Двух лет совокупного воздействия соответствующих условий (роста числа сделок M&A, оптимизма инвесторов, высоких цен на продукцию отраслевых компаний) достаточно для того, чтобы сигнализировать о повышенном риске воздействия FoMO на принятие решений. При этом индикатор «мега-сделок», измеряемый в денежных единицах, рассмотрим в качестве отдельного компонента, имеющего немедленный предиктивный эффект.

Интегральный риск-индикатор FoMO (назовем его «RIF» по первым буквам составляющих его слов) можно представить в виде суммы компонентов по следующей формуле:

$$RIF_t = Q_t + C_t + T_t + M_t, \quad (9)$$

где $Q_t; C_t; T_t; M_t \leq 2$ для всех t ,¹³²

и где

Q_t – компонент количества сделок;

C_t – компонент, отражающий превалирующую положительную накопленную избыточную доходность (CARs);

T_t – компонент количества трансграничных сделок;

M_t – компонент цен;

t – год измерения.

Каждый из компонентов имеет одинаковые веса и размерность.

Данные различных компонентов представлены ниже в таблице 17. Анализ данных таблицы показывает, что сумма индикаторов, демонстрирующих продолжительность действия соответствующих факторов (с ограничением каждого в 2 года максимум), при достижении определенных уровней (в данном случае – 7, что говорит о суммарном действии всех имеющихся факторов FoMO, при этом трех из них – более 2 лет) способна заблаговременно сигнализировать о наличии рисков воздействия FoMO, влияние которого в последующем может привести к заключению убыточных сделок. В дополнение к данным индикаторам наличие «мега-сделок» с оплатой акциями дает отдельный сигнал. В таблице данные сигналы выделены рамкой, при этом в расчет приняты «мега-сделки», превышающие 10 млрд долларов.

¹³² На основе эмпирико-статистических наблюдений в рамках сделанной выборки, выявлена концентрация экстра-убыточных сделок на временных отрезках по истечении 2-летнего периода роста компонентов индикатора. В связи с этим, а также с целью оценки комплексного (а не индивидуального) воздействия факторов активации FoMO на эффективность сделок слияний и поглощений, для каждого из компонентов индикатора установлено пороговое значение «2».

Таблица 17 – Сопоставление риск-индикатора FoMO и распределения экстра-убыточных сделок.

Годы	Компонент количества сделок (Q)	Компонент цен (M)	Компонент CARs (C)	Компонент количества трансграничных сделок (T)	Интегральный риск-индикатор FoMO (RIF)	Сумма сделок > 1млрд с оплатой акциями	Экстра-убыт. сделки	Прочие сделки в выборке
1985	0	0	0	0	0	0	0	2
1986	0	0	0	0	0	0	0	2
1987	0	0	0	0	0	0	0	1
1988	1	0	1	0	2	0	0	3
1989	2	0	2	1	5	0	0	2
1990	2	1	2	2	7	0	0	1
1991	2	2	0	2	6	1 600	1	0
1992	0	2	0	0	2	0	0	1
1993	0	0	0	0	0	0	1	0
1994	1	1	1	0	3	0	0	2
1995	2	2	2	1	7	0	0	2
1996	2	0	2	2	6	0	0	5
1997	2	1	2	2	7	4 762	0	3
1998	2	2	0	2	6	0	2	5
1999	0	2	0	2	4	3 804	1	3
2000	0	2	0	0	2	5 899	0	2
2001	0	2	1	0	3	17 888	0	3
2002	0	0	2	0	2	0	1	3
2003	0	1	2	0	3	0	0	1
2004	1	2	2	1	6	4 060	0	7

2005	2	2	2	2	8	0	0	3
2006	2	2	2	2	8	45 081	0	4
2007	2	2	2	2	8	2 149	5	3
2008	2	2	2	2	8	4 537	6	2
2009	0	0	0	0	0	0	1	1
2010	0	1	0	0	1	4 931	1	2
2011	1	0	1	0	2	25 629	0	5
2012	0	0	2	0	2	5 273	3	6
2013	0	0	2	0	2	1 409	1	1
2014	0	1	2	0	3	2 488	0	7
2015	0	0	2	0	2	0	0	5
2016	0	1	2	0	3	0	0	2
2017	0	0	0	0	0	0	0	2
2018	1	1	1	1	4	0	0	2

Таблица 17 демонстрирует, что сочетание максимальных уровней различных компонентов индикатора предшествует заключению 18 экстра-убыточных сделок из двадцати двух.

Следует отметить, что предложенные индикаторы не могут быть единственными компонентами принятия решения о совершении сделок слияний и поглощений, и их наличие не должно полностью блокировать M&A-активность, в связи с наличием ложных преждевременных срабатываний и присутствием в выборке сделок с положительной окупаемостью в тех же «FoMO-опасных» периодах, наряду с экстра-убыточными сделками. Эти два обстоятельства имеет смысл обсудить отдельно:

1. «Ложные срабатывания» (выделены в Таблице 17 голубым цветом):

В данном контексте уместно упомянуть цитату из исследования Бейкера и Вуглера (2007): «Обвалы рынка обычно происходят в периоды высокого настроения, но сроки обвалов в эти периоды очень трудно предсказать». Данное обстоятельство является широко известным даже в среде обычных частных инвесторов: продолжительность и сила действия поведенческих факторов труднопредсказуема, и «игра против рынка», несмотря на наличие явных поведенческих отклонений от рациональных фундаментальных уровней, может привести к убыткам.

2. Наличие сделок с положительной окупаемостью в рамках «FoMO-опасных» периодов (выделены в Таблице 17 желтым цветом).

Следует отметить, что наличие в «FoMO-опасных» периодах сделок с положительными значениями окупаемости позволяет сделать 2 вывода:

Первый вывод: предложенная выше формула окупаемости инвестиций, использующая изменение прибыли компании-покупателя (по показателю ЕБИТДА) «до и после» заключения сделки по отношению к цене сделки, позволяет выявить, в качестве экстра-убыточных, не только сделки, заключенные в предкризисные периоды. Формула показывает компании, которые испытывают проблемы после заключенной сделки, и демонстрирует то, что в тех же периодах, несмотря на общее для всех снижение цен и другие внешние факторы, есть компании-покупатели, находящиеся в более

предпочтительном состоянии. Это подтверждает, что предложенный способ предварительного отбора сделок для их последующего индивидуального изучения имеет положительную перспективу использования.

Второй вывод: несмотря на наличие факторов FoMO, заключение эффективных сделок в соответствующие «опасные» периоды вполне возможно. Таким образом, использование индикатора позволяет выявить периоды, характеризующиеся повышенным риском воздействия факторов FoMO, но не требует прекратить в эти периоды любую M&A активность. При этом повышенная концентрация экстра-убыточных сделок именно в FoMO-опасных периодах позволяет использовать индикатор RIF для выявления таких периодов, и применения дополнительных бизнес-процессов с целью снижения риска экстра-убыточных сделок.

3.3. Алгоритм бизнес-процесса повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений и его апробация на примере горно-металлургической отрасли

Апробация риск-индикатора FoMO применительно к интеграционным процессам в черной металлургии РФ.

Для апробации предложенного инструмента (параграф 3.2) применительно к российскому рынку использована выборка из массива данных компании ООО «ЕВРАЗ», при этом применены следующие критерии:

1. Сделка была совершена в период с 2003 по 2018 год. Более ранние сделки не приняты для анализа в связи с возможной недостоверностью финансовых данных.
2. Размер сделки превышает \$1 млн.
3. Из первоначальной выборки (123 сделки) исключены сделки в отношении менее 25% акций приобретаемой компании, а также сделки по приобретению собственных акций.
4. В выборку включены сделки, предполагающие любые условия оплаты.

5. Выборка сделана по компаниям черной металлургии и связанного с данной отраслью горнодобывающего комплекса, среди компаний-покупателей, находящихся в РФ (исходя из местонахождения Генерального директора).
6. Из выборки были исключены сделки, которые не могли быть проанализированы с точки зрения окупаемости вложений, в связи с отсутствием финансовых данных компании-приобретателя.

В результате в выборку вошли 33 сделки.

Из выборки сделок по Формулам (1) и (2) были отдельно выделены экстра-убыточные сделки (см. Таблицу 21), исходя из отрицательных значений показателей Интеграционного и Долгосрочного ROI.

Временной график распределения экстра-убыточных сделок был наложен на ранее рассчитанные для глобального рынка показатели риск-индикатора FoMO, исходя из предположения о глубокой интеграции, в рамках исследуемого периода 2003–2018 годов, российских компаний черной металлургии в мировой рынок металлургической продукции, и как следствие, о воздействии тех же факторов FoMO на их бизнес-процессы в области слияний и поглощений.

Результаты расчета компонентов риск-индикатора FoMO представлены в Таблице 18, представленной ниже.

Таблица 18 – Сопоставление риск-индикатора FoMO и распределения экстра-убыточных сделок для рынка РФ (в отрасли черной металлургии)*.

Годы	Компонент количества сделок (Q)	Компонент цен (M)	Компонент CARs (C)	Компонент количества трансграничных сделок (T)	Интегральный риск-индикатор FoMO (RIF)	Сумма сделок > 1млрд с оплатой акциями	Экстра-убыт. сделки
2003	0	1	2	0	3	0	0
2004	1	2	2	1	6	4 060	0
2005	2	2	2	2	8	0	0
2006	2	2	2	2	8	45 081	0
2007	2	2	2	2	8	2 149	1
2008	2	2	2	2	8	4 537	5
2009	0	0	0	0	0	0	1
2010	0	1	0	0	1	4 931	0
2011	1	0	1	0	2	25 629	2
2012	0	0	2	0	2	5 273	1
2013	0	0	2	0	2	1 409	1
2014	0	1	2	0	3	2 488	0
2015	0	0	2	0	2	0	0
2016	0	1	2	0	3	0	0
2017	0	0	0	0	0	0	0
2018	1	1	1	1	4	0	0

**Разработано автором на основе собственных расчетов.*

Анализ таблицы показывает, что отслеживание показателя риск-индикатора на уровне «7» позволяет заранее выявить периоды заключения большинства (8 из 11) экстра-убыточных сделок (отмечены зеленым цветом).

Использование Риск-Индикатора FoMO и практические рекомендации.

В настоящем исследовании выдвинута и обоснована гипотеза о подверженности сделок слияний и поглощений фактору FoMO. Данная гипотеза, при ее дополнительном подтверждении, может дополнить и уточнить выводы, сделанные другими исследователями, относительно влияния личностных качеств руководителей на совершение неудачных сделок M&A. Так, под «маской» самоуверенности топ-менеджер может скрывать чувство, которое он, в отличие от уверенности в себе, никак не может показать – это страх: упустить судьбоносную сделку, проиграть конкурентам, не отреагировать на изменение «правил игры» на рынке. При этом наличие мнений консультантов, многоуровневых процедур проверки и согласования сделки, а также расчетов, сделанных на основе консенсус-прогнозов инвестиционных банков, может создавать и поддерживать убежденность в собственной правоте.

Исследование факторов FoMO в сделках M&A также может иметь дополнительную практическую ценность, т.к. в сравнении с гипотезами, объясняющими неудачные слияния негативными личностными качествами руководителей компаний-приобретателей, гипотеза о воздействии FoMO высвечивает конкретные внешние обстоятельства, влияющие на принятие решений и выбор топ-менеджмента. Как следствие, данные факторы влияния могут быть своевременно выявлены и учтены при экономическом моделировании, выборе прогнозов для оценки, а также при анализе привлекательности и рискованности сделки. В связи с этим предлагается

использовать следующие инструменты для снижения риска заключения экстра-убыточных сделок:

- **Риск-индикатор FoMO**

Расчет риск-индикатора FoMO, будучи внедренным в практику, способен наглядно продемонстрировать высокие риски заключения сделок в периоды длящихся изменений рыночных условий и повышенного оптимизма инвесторов относительно идущих интеграционных процессов. Получение исходных данных и подсчет компонентов индикатора, при наличии доступа к базам данных о сделках и базовых ценах на ключевую продукцию отрасли, в случае его «отладки», являются простыми и рутинными процессами, которые могут быть легко организованы при подготовке одобрения сделки советом директоров или другим корпоративным органом управления. Достижение максимального уровня у одного или нескольких индикаторов будет явным образом фиксировать, на уровне высших управляющих органов компаний-покупателей, необходимость применения описанных ниже дополнительных мер контроля и самоконтроля.

- **Инструменты самоконтроля руководителей компаний.**

Для идентификации у себя чувства FoMO руководителям можно порекомендовать, при заключении сделок, особенно в периоды высоких показателей риск-индикатора FoMO, проверить себя с помощью тестовых вопросов, сформулированных А. Пржибыльским и адаптированных к практике заключения сделок M&A. В таблице 19 представлен вариант такой адаптации в виде контрольных вопросов для руководителей с целью выявления риска FoMO и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

Таблица 19 – Вопросы для самоконтроля при рассмотрении сделок слияния и поглощения с целью идентификации риска FoMO, присущего «волнам слияний».

Вопросы для самоконтроля	Да/Нет
1. Я боюсь, что мои ближайшие конкуренты или партнеры обгонят меня благодаря сделкам M&A.	
2. Я испытываю волнение, когда узнаю, что мои ближайшие конкуренты или партнеры приобретают новые активы.	
3. Я испытываю тревогу, когда не понимаю, к чему приведет текущая активность M&A в моей отрасли.	
4. Иногда я задаюсь вопросом, не трачу ли я слишком много времени на то, чтобы следить за сделками M&A в моей отрасли.	
5. Меня беспокоит, когда я упускаю потенциально интересную мне сделку.	
6. Для меня важно то, как меняются места моей компании и компаний-конкурентов в отраслевых рейтингах.	
7. Я больше, чем раньше, слежу за новостями рынка M&A.	

Кроме вышеуказанных вопросов, позволяющих выявить психологические аспекты FoMO, менеджменту компаний следует рекомендовать также проверить себя на влияние данного фактора с помощью набора тестовых вопросов, указанных ниже в таблице 20.

Таблица 20 – Вопросы для самоконтроля при рассмотрении сделок слияния и поглощения с целью идентификации факторов «уникального предложения» и «следования за авторитетами/инфлюенсерами».

Вопросы для самоконтроля	Да/Нет
1. Рассматриваемая сделка является уникальной, доступных альтернативных активов нет, и в ближайшее время не предвидится.	
2. Эта сделка позволит мне обогнать конкурентов.	

3. Прогнозы и предпосылки, лежащие в основе оценки приобретаемого актива, за последние годы резко улучшились в связи с кардинальным изменением рынка и невозможностью возврата к «старой норме».	
4. Рассматриваемая сделка лежит в сформировавшемся несколько лет назад тренде (ранее такие сделки отсутствовали или были единичны).	
5. Количество предлагаемых к продаже активов в последнее время резко возросло.	
6. В последние годы доступность финансовых ресурсов резко возросла.	

Положительные ответы на большинство вопросов, приведенных в таблицах 19 и 20, сигнализируют о потенциальном воздействии фактора FoMO на отношение к сделке. В таком случае предлагается дополнительно внедрить и использовать указанные ниже меры и инструменты организационного характера, способствующие снижению рисков.

- **Создание рабочей группы, «оппонирующей сделке»**

Как было указано выше, риски заключения убыточных сделок могут заключаться в отсутствии внутренней «оппозиции» сделке, о которой договорились первые лица или акционеры участвующих в ней компаний. Корпоративная культура в данных компаниях может не допускать противоречия мнению, высказываемому руководством, тем более, если потенциальный отказ от сделки может привести к финансовым (штраф за разрыв соглашения) либо репутационным последствиям («потеря лица» во взаимоотношениях с партнерами). Дополнительным риск-фактором в таких ситуациях является участие инвестиционных консультантов или банкиров, объективно не заинтересованных в распаде намечающихся сделок (и утрате своих вознаграждений) и оказывающих давление своим авторитетом как на руководителей, так и на сотрудников компаний.

В такой ситуации выглядит обоснованным создание отдельной рабочей группы, состоящей из сотрудников компании-покупателя, либо, во избежание

конфликта внутри компании, найм внешнего консультанта, с целью дополнительного критического анализа параметров планирующейся сделки и финансовых моделей, а также представления критических аргументов руководству и наблюдательному совету компании. Представляется возможной даже привязка финансовой мотивации такого консультанта или группы к принятию решения об отказе от сделки.

Очевидно, данный механизм «санкционированного оппонирования» имеет смысл только при совершении особо крупных сделок, вызывающих не только повышенный эффект FoMO, но и опасения сотрудников в части высказывания критики, идущей против мнения и договоренностей руководителей участвующих в сделке компаний.

- **Использование «альтернативных» прогнозов и подтверждающих их аргументов.**

В случае высоких показателей риск-индикатора FoMO, подтвержденных положительными ответами на вопросы для самоконтроля, можно также предложить обратить особое внимание на устойчивость текущих тенденций и непредвзято изучить аргументы аналитиков, вопреки всеобщему консенсусу осмеливающихся прогнозировать снижение на растущем рынке. При формировании обосновывающих сделки ДДП-моделей, подобный подход может позволить более критично отнестись к консенсусу прогнозов инвестиционных банков, как было показано выше, склонных к «стадному поведению», и дополнительно оценить вероятность негативных сценариев и потенциальные отрицательные последствия.

В частности, представляется целесообразным использовать «альтернативные» прогнозы для сравнения чистой приведенной стоимости (ЧПС, или NPV) проекта слияния или поглощения, как потенциальной «выгоды» от сделки, с потенциальным риском реализации негативного сценария. Для этого можно использовать расчет снижения расчетной стоимости (EV, enterprise value) самой компании-покупателя, в случае

приобретения компании-цели и реализации негативного сценария. Для этого предлагается сделать расчет EV компании-покупателя на основе негативного прогноза и сравнить результат в двух сценариях: (1) отказа от сделки и (2) в случае приобретения, а также провести пофакторный анализ влияния сделки на величину EV в сценарии (2). Существенное превышение «риска» над «выгодой», особенно если его причиной будет закредитованность, образующаяся в результате сделки, может служить фактором отказа от сделки. И наоборот, превышение «выгоды» над «риском» говорит в пользу слияния или поглощения.

Подробнее алгоритм рассмотрения сделки представлен на рисунках 16 и 17.

Проверка фактора "волн слияний" - расчет RIF:

$$RIF_t = Q_t + C_t + T_t + M_t,$$

где $Q_t; C_t; T_t; M_t \leq 2$ для всех t , и где

$$Q_t = \begin{cases} Q_{(t-1)} + 1 & \text{при } x_t > 1,3 * \min(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4) \\ 0 & \text{при } x_t \leq \min(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4), \end{cases}$$

(компонент количества сделок),
где x_t – количество сделок в год t

$$C_t = \begin{cases} C_{(t-1)} + 1 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} \geq N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} \\ 0 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} < N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} \\ 0 & \text{при } N_{Positive\ CAR_{0-7}(t)} + N_{Negative\ CAR_{0-7}(t)} < 2 \end{cases}$$

$$T_t = \begin{cases} T_{(t-1)} + 1 & \text{при } x_t > \mu(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4) \\ 0 & \text{при } x_t \leq \mu(x_t - 1, x_t - 2, x_t - 3, x_t - 4), \end{cases}$$

(компонент трансграничных сделок),
где x_t – количество сделок в год t

$$M_t = \begin{cases} M_{(t-1)} + 1 & \text{при } (P_t - \bar{P}_{t-4,t-1}) \cdot (P_{t-1} - \bar{P}_{t-5,t-2}) > 0 \\ 0 & \text{при } (P_t - \bar{P}_{t-4,t-1}) \cdot (P_{t-1} - \bar{P}_{t-5,t-2}) \leq 0, \end{cases}$$

(компонент изменения рыночных условий),
где P и $\bar{P}$ – цена и сред.цена продукции

	RIF<7	RIF>=7
--	-------	--------

	RIF<7	RIF>=7
--	-------	--------

Проверка FoMO-фактора "уникальной сделки" (самотестирование):

1. Рассматриваемая сделка является уникальной, доступных альтернативных активов нет, и не предвидится.
2. Эта сделка позволит мне не отстать или обогнать конкурентов.
3. Предпосылки, лежащие в основе оценки приобретаемого актива или эффекта сделки, за последние годы резко улучшились в связи с кардинальным изменением рынка, "сменой парадигмы" и невозможностью возврата к "старой норме".
4. Рассматриваемая сделка лежит в сформировавшемся несколько лет назад тренде (ранее такие сделки отсутствовали или были единичны).
5. Количество предлагаемых к продаже активов в последнее время резко возросло.
6. В последние годы доступность финансовых ресурсов резко возросла.

Большинство
ответов -
отрицательные

Большинство
ответов -
↓ положительные

Подготовка ДДП-модели проекта приобретения и расчет его ЧПС (NPV), основываясь на консенсус-прогнозах аналитиков

Вынесение материалов на уполномоченный орган корпоративного управления. Оценка ЧПС (NPV) проекта приобретения, основываясь на консенсус-прогнозах аналитиков

Принятие решения
в пользу или
против сделки.

Сделка - результат договоренности первых лиц сливающихся компаний или продавца и покупателя?

Het

	Да
--	----

Подготовка двух ДДП-моделей проекта приобретения и расчет ЧПС (NPV) проекта, основываясь (1) на консенсус-прогнозах аналитиков, (2) на негативных альтернативных прогнозах. Подготовка ДДП-моделей компании-покупателя с оценкой ее стоимости (EV) на основе негативного прогноза в 2 сценариях: (1) отказа от сделки и (2) в случае приобретения. Пофакторный анализ влияния сделки на величину EV в сценарии (2).

Силами команды "разрушителей сделки":
Подготовка двух ДДП-моделей проекта приобретения и расчет ЧПС (NPV) проекта, основываясь (1) на консенсус-прогнозах аналитиков, (2) на негативных прогнозах аналитиков или самой "команды".
Подготовка ДДП-моделей компании-покупателя с оценкой ее стоимости (EV) на основе негативного прогноза в 2 сценариях: (1) отказа от сделки и (2) в случае приобретения. Пофакторный анализ влияния сделки на величину EV в сценарии (2).

А. Сравнение ЧПС проекта в консенсусном и негативном сценариях;
Б. Оценка соотношения "выгоды" и "риска": сравнение ЧПС проекта в консенсус-сценарии ("выгода") с величиной влияния сделки на EV компании-покупателя в случае реализации негативного прогноза ("риск").
В. Оценка финансового состояния компании-покупателя в негативном сценарии

Вынесение материалов на уполномоченный орган корпоративного управления. Оценка риска негативного сценария и последствий его реализации (см. А, Б, В выше)

Вынесение материалов на уполномоченный орган корпоративного управления. Презентация сценариев разными командами. Оценка риска негативного сценария и последствий его реализации (см. А. Б. В выше)

Принятие решения в пользу или против сделки.

Рисунок 16 – Алгоритм бизнес-процесса рассмотрения сделки М&А

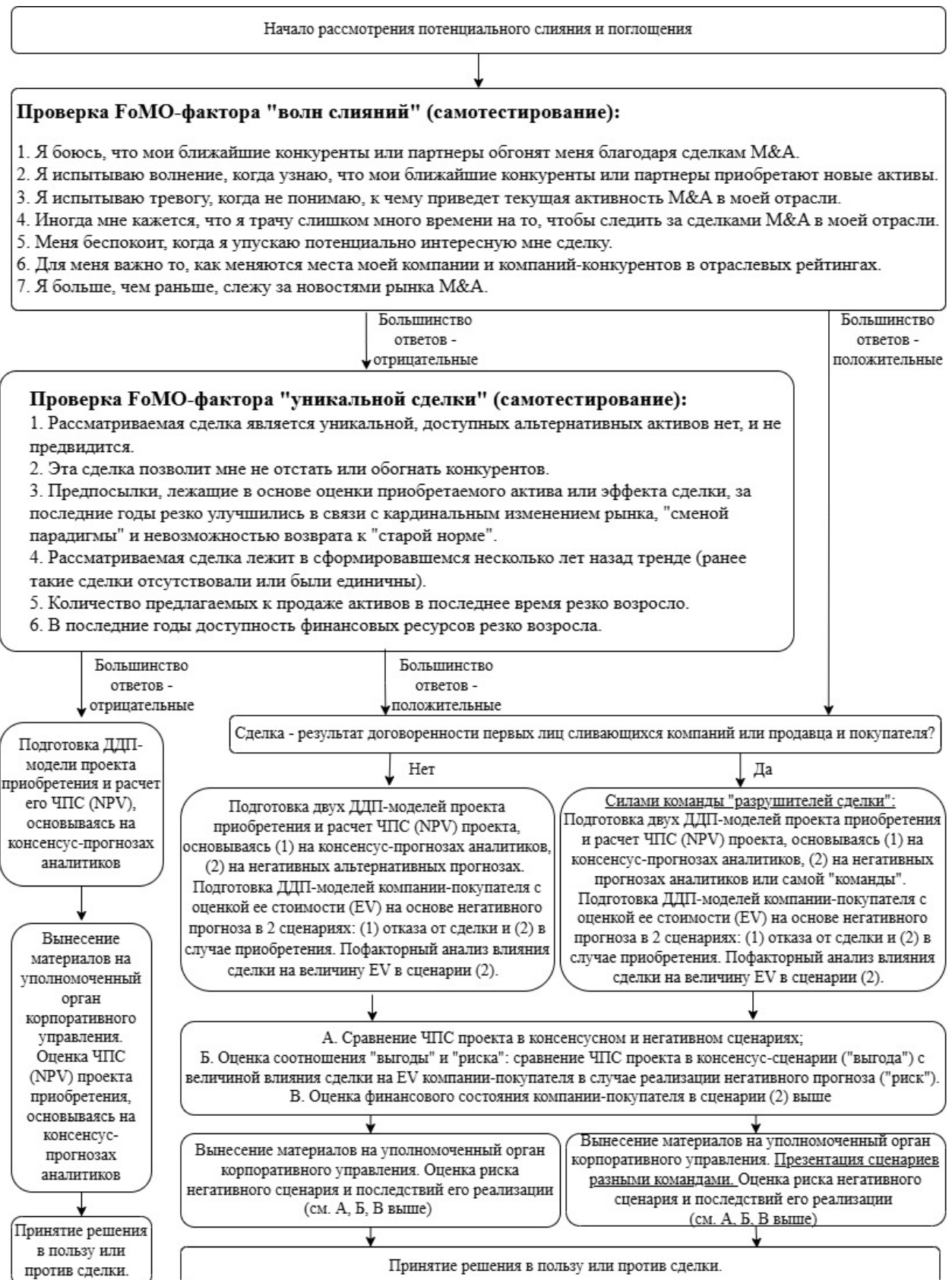


Рисунок 17 – Алгоритм бизнес-процесса рассмотрения сделки M&A (при отсутствии доступа к данным, необходимым для расчета RIF)

Моделирование использования риск-индикатора FoMO (RIF) в бизнес-процессах слияний и поглощений на примере экстра-убыточных сделок российских компаний сектора черной металлургии.

Ранее в Таблице 18 были приведены сводные показатели риск-индикатора и их сопоставление с экстра-убыточными сделками российских компаний. Рассмотрим данные сделки более подробно, с расчетом их ориентировочного экономического эффекта для компаний-покупателей, на основе публично доступной информации.

1. Покупка компанией НЛМК компании Maxi Group

Заводы компании «Макси-групп» (Нижнесергинский метизно-металлургический, «Уралвторчермет» и Уральский завод прецизионных сплавов) перешли под контроль НЛМК в рамках залоговых аукционов: в ноябре 2007 г. комбинат предоставил «Макси-групп» стабилизационный заем на 9,7 млрд руб. под залог основных активов компании. В июне 2009 г. они были проданы на аукционе НЛМК за 1,4 млрд руб¹³³.

Оценивая продажу на открытом аукционе как рыночную сделку, и с учетом среднего курса доллара США в 2009 году - 31,76689 рублей за доллар – цена основных активов Maxi Group в 2009 году составила 44 млн долларов.

2. Покупка компанией НЛМК компании Beta Steel Corp

Компания была переименована и в настоящее время находится в составе группы НЛМК под названием NLMK Indiana¹³⁴. Данных о ее текущей рыночной стоимости нет.

¹³³ Макси-банкрот. Суд признал «Макси-групп» банкротом. Ее кредитор – НЛМК продолжает добиваться отмены сделки по покупке контрольного пакета компании в 2007 г. — Текст : электронный // Ведомости : [сайт]. – 2011. – 27 авг. – URL: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2011/08/26/maksibankrot> (дата обращения: 11.03.2026).

¹³⁴ Структура группы — Текст : электронный // НЛМК : официальный сайт. – URL: <https://nlmk.com/ru/about/group-structure/> (дата обращения: 11.03.2026).

3. Покупка компанией Evraz Group SA компании Claymont Steel Holdings Inc

В 2013 году Evraz объявил о консервации металлургического завода Claymont Steel в США. По данным компании, остановка производства вызвана ростом объемов импорта в США и неблагоприятной конъюнктурой рынка листового проката¹³⁵.

В 2014 году компания Evraz plc («Евраз групп») объявила о том, что не планирует возобновлять производство на заводе Claymont в США и рассматривает несколько вариантов развития предприятия, включая продажу либо закрытие¹³⁶. Информации о продаже завода или его последующем запуске нет.

4. Покупка компанией Evraz Group SA компании IPSCO Inc

В 2025 году Горно-металлургический холдинг «Евраз» сообщил, что договорился о продаже своего североамериканского дивизиона компании Atlas за \$500 млн. «Средства будут перечислены в два транша: \$50 млн (за вычетом расходов на сделку) и до \$450 млн (в зависимости от достижения бизнесом определенных показателей после закрытия сделки)»¹³⁷.

5. Покупка компанией Evraz Group SA украинских активов группы Приват.

Evraz подписал соглашение о продаже своего Днепровского метзавода (ДМЗ) за \$106 млн DCH Group местного бизнесмена Александра Ярославского. DCH Group в 2017 году выкупила у Evraz и железорудный актив на Украине «Суха

¹³⁵ Кондратьев, Р. Evraz не справился с китайской сталью / А.Кондратьев — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2013. — 15 окт. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2320000> (дата обращения: 11.03.2026).

¹³⁶ «Евраз групп» может продать завод Claymont в США — Текст : электронный // Mergers.ru : портал о слияниях и поглощениях : [сайт]. — 2014. — 11 апр. — URL: <https://mergers.ru/news/Evraz-grupp-mozhet-prodat-zavod-Claymont-v-SShA-47467> (дата обращения: 11.03.2026).

¹³⁷ Трифонова, П. «Евраз» закрыл североамериканский счет — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2025. — 30 июн. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7852835> (дата обращения: 11.03.2026).

Балка» за \$109 млн. В декабре 2017 года Evraz продал другой свой украинский актив — «Южжокс» — за \$63 млн¹³⁸.

6. и 7. Покупка компанией ТМК компаний IPSCO Tubulars и NS Group Inc. Сделки номер 6 и 7 являются составной частью одной сделки: на первом этапе были приобретены 100% акций IPSCO Tubulars и 51% NS Group Inc за сумму \$1,2 млрд, на втором этапе ТМК приобрела 49% NS Group Inc. за \$500 млн¹³⁹.

Трубная Металлургическая Компания (ТМК) сообщает, что завершила сделку по продаже 100% акций IPSCO Tubulars Inc. (включавшей в себя NS Group Inc.) компании Tenaris. Цена сделки по договору купли-продажи, заключенному 22 марта 2019 года, «составляла 1 209 млн долларов США без учета денежных средств и долговых обязательств на балансе, но включала в себя 270 млн долларов США оборотного капитала»¹⁴⁰.

8. Покупка компанией ПАО Северсталь 25,0% доли в SPG Mineração SA Согласно публичной отчетности, структура сделки заключалась в следующем: «в мае 2011 года Группа приобрела 25,0% долю в SPG Mineração SA за 1 375,4 млн. рублей, из которых 701,7 млн. рублей подлежат оплате в течение следующих трех лет. Группа также заключила договор опциона на покупку дополнительной 50% доли в компании, который может быть исполнен при выполнении определенных условий в будущем»¹⁴¹.

«В сентябре 2013 года Группа реализовала опцион на обратную продажу 12,8% доли в SPG Mineracao SA путем взаимозачета 801,5 млн рублей отложенного вознаграждения к уплате (сумма изменилась в связи с

¹³⁸ Джумайло, А. Evraz уходит с Украины / А. Джумайло — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2018. — 1 мар. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3560918> (дата обращения: 11.03.2026).

¹³⁹ Evraz Group влетела в канадскую трубу — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2008. — 15 мар. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/867237> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁴⁰ ТМК завершила сделку по продаже 100% акций IPSCO Tubulars Inc. компании Tenaris — Текст : электронный // Трубная Металлургическая Компания : [сайт]. — 2020. — 3 янв. — URL: <https://www.tmk-group.ru/PressReleases/534> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁴¹ ПАО «Северсталь». Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2012 и 2011. — Череповец, 2013. — 84 с. — URL: <https://severstal.com/upload/iblock/a4c/severstal-fs-31122012-rub-04-03.pdf?ysclid=mmgfg1sbid350695385> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный

изменением курса рубля). В результате Группа уменьшила свою долю владения с 25,0% до 12,2%. Кроме того, Группа расторгла договор опциона на покупку дополнительной 50,0% доли в этой компании»¹⁴².

В последующем, согласно Годовому отчету ПАО «Северсталь» за 2015 год, компания сообщила об обесценении финансовых активов, относящихся к железорудному месторождению на стадии гринфилд в Бразилии, SPG Mineracao SA. Это, по сообщению компании, стало «результатом снижения цен на железную руду»¹⁴³.

9. Приобретение компанией ПАО «Мечел» компании АО «Донецкий электрометаллургический завод»

Согласно пресс-релизу ПАО «Мечел» от 21 июля 2016 года, компания получила распоряжения о введении временной государственной администрации на целостный имущественный комплекс ЧАО «Донецкий электрометаллургический завод», входящий в Группу «Мечел», а также о создании на его базе государственного предприятия «Юзовский металлургический завод» с передачей имущества ДЭМЗа в пользование данному предприятию. «По предварительной оценке Компании, для «Мечела» существует риск утраты контроля на неопределенный срок над любой будущей производственной и коммерческой деятельностью ДЭМЗа». При этом компания также уточнила, что «производственная деятельность на ДЭМЗе была остановлена в 2012 году, и компания создала полный резерв под обесценение ДЭМЗа по итогам 2013-2014 гг.»¹⁴⁴.

10. Покупка компанией ПАО «ТМК» компании GIP.

¹⁴² ПАО «Северсталь». Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2013 и 2012. — Череповец, 2014. — 80 с. — URL: <https://severstal.com/upload/iblock/f95/severstal-fs-31122013-rub.pdf> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный

¹⁴³ ПАО «Северсталь». Годовой отчет 2015: устойчивость за счет операционной эффективности — Череповец, 2016. — 139 с. — URL: <https://severstal.com/upload/iblock/35a/severstal-ar-2015-rus.pdf> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный

¹⁴⁴ ПАО «Мечел»: Пресс-релиз о вводе временной администрации на Донецком электрометаллургическом заводе — Текст : электронный // Центр раскрытия корпоративной информации : [сайт]. — 2016. — 21 июля. — URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=1942&type=10> (дата обращения: 11.03.2026).

В 2023–2024 году трейдерская компания SPS ME консолидировала 100% GPII. При этом цена сделки не раскрывается¹⁴⁵¹⁴⁶.

11. Покупка компанией ЕВРАЗ 51% ЗАО ГМК «Тимир»

Из пояснений к отчетности «Тимира» за 2023 год следует, что добыча железной руды на принадлежащих ГМК «Тимир» месторождениях планируется в 2027 году, и в настоящее время она не ведется¹⁴⁷. При этом в 2013 году в ЕВРАЗе предполагали, что «Тимир» в 2018-2023 годах заменит выбывающие запасы «Евразруды»¹⁴⁸. В годовом отчете компании EVRAZ plc инвестиция в Тимир оценена в 14 млн долларов США¹⁴⁹.

Приведенная выше информация сведена в таблицу ниже.

¹⁴⁵ Petrovic Legal Advises SPS ME on Acquisition of Gulf International Pipe Industry. — Текст : электронный // CEE Legal Matters : [сайт]. — 2013. — 31 окт. — URL: <https://ceelgalmatters.com/by-practice/127-energy/24733-petrovic-legal-advises-sps-me-on-acquisition-of-gulf-international-pipe-industry> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁴⁶ Gulf International Pipe Industry announces changes in shareholder structure — Текст : электронный // GPII: сайт. 2024. 22 февр. URL: <https://www.gipi.co.om/GIPI-announces-changes-in-shareholder-structure.html> (дата обращения: 11.03.2026)

¹⁴⁷ ГМК «Тимир» может начать в 2027 году разработку железорудных месторождений в Якутии — Текст : электронный // ТАСС : [сайт]. — 2026. — 11 апр. — URL: <https://tass.ru/ekonomika/20510677> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁴⁸ Попинако А. АЛРОСА наконец-то продала 51% акций «Тимира» Evraz — Текст : электронный // РБК : [сайт]. — 2013. — 3 апр. — URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2013/04/03/56c1b0ae9a7947406ea09ded> (дата обращения: 11.03.2026)

¹⁴⁹ EVRAZ plc. Годовой отчет 2021 — London, 2022. — 153 с. — URL: https://www.evraz.com/upload/iblock/5c5/EVRAZ_Annual_Report_2021.pdf (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный

Таблица 21 – Экстра-убыточные сделки M&A российских компаний черной металлургии*

	Компания-покупатель	Название приобретенного актива	Год сделки	Затраты на приобретение (млн USD)	Цена актива в последующем, (млн USD)	Приблизительные потери ¹⁵⁰ , (млн USD)
1	ПАО НЛМК	ОАО Maxi Group	2007	979,59 ¹⁵¹	44	935,59
2	ПАО НЛМК	Beta Steel Corp	2008	400,00	Нет данных	-
3	Evrast Group SA	Claymont Steel Holdings Inc	2008	571,09	0	571,09
4	Evrast Group SA	IPSCO Inc	2008	2 328,66 ¹⁵²	500	1 828,66
5	Evrast Group SA	Украинские активы	2008	2 148,75	278	1870,75
6	ПАО ТМК	IPSCO Tubulars Inc	2008	1 200,00	1 209	491,00
7	ПАО ТМК	NS Group Inc	2009	500,00		
8	ПАО Северсталь	SPG Mineracao SA	2011	24,00 ¹⁵³	0	24,00
9	ПАО Мечел	Донецкий электрометаллургический завод	2011	537,00	0	537,00
10	ПАО ТМК	Gulf International Pipe Industry LLC	2012	11,70	Нет данных	-
11	Evrast Group SA	ЗАО ГМК Тимир	2013	158,06	14	144,00

* Разработано автором

¹⁵⁰ В связи с недоступностью информации о полученной прибыли за период владения компанией и условиях сделки при продаже¹⁵¹ С учетом стабилизационного кредита в размере 9,7 млрд руб. по среднему курсу ЦБ РФ за 2007 год¹⁵² За вычетом активов, позднее проданных ПАО «ТМК»¹⁵³ С учетом возврата части акций Продавцу в счет уменьшения покупной цены

При условии применения представленного выше Алгоритма бизнес-процесса принятия решения о сделке M&A, с учетом высокого уровня показателя RIF, руководство компаний-покупателей должно было бы потребовать разработать альтернативные модели ДДП (дисконтированных денежных потоков) как приобретаемой компании, так и компании-покупателя, на основе предпосылок, содержащих прогнозы аналитиков, отличающиеся (в негативную сторону) от консолидированного прогноза инвестиционных банков или других консультантов, для сравнения с моделями, построенными на основе консенсус-прогнозов аналитиков.

Смоделируем ситуацию на основе прогнозов начала 2008 года. В тот период большинство инвестбанков прогнозировали дальнейший рост цен на металлургическую продукцию (таблица 22), тем не менее, существовали и негативные прогнозы (таблица 23).

Таблица 22 – Положительные прогнозы инвестиционных банков на 2008 г.

Инвестиционный банк	Прогноз на 2008 год
Lehman Brothers	Мировые цены на сталь вырастут на 25%.
JP Morgan	Цены на сталь останутся на высоком уровне.
Citibank	Цена на горячекатаный рулон (HRC) составит \$700 за тонну, что на 12.9% выше предыдущего прогноза банка.
UBS	Ожидается давление на цены в сторону повышения.
BNP Paribas	Мировой спрос на сталь останется сильным.
Deutsche Bank	Цены на сталь в Европе будут на 20% выше, чем предполагалось ранее.

* Разработано автором с использованием источников¹⁵⁴¹⁵⁵¹⁵⁶

¹⁵⁴ Steel – Текст : электронный // Instrument Business Outlook : [сайт]. — 2008. — 31 мар. — URL: <https://instrumentbusinessoutlook.com/article/steel/> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁵⁵ Pamuk H. Global steel prices: the sky is the limit / H. Pamuk. — Текст : электронный // Reuters : [сайт]. — 2008. — 25 фев. — URL: <https://www.reuters.com/article/business/global-steel-prices-the-sky-is-the-limit-idUSL08870740/> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁵⁶ [Deutsche Bank Says Steel Prices Will Rise 40% in Europe in 2008 / Bank Deutsche.](https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-06-18/deutsche-bank-says-steel-prices-will-rise-40-in-europe-in-2008) — Текст : электронный // Bloomberg : [сайт] — 2008. — 18 июн. — URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-06-18/deutsche-bank-says-steel-prices-will-rise-40-in-europe-in-2008> (дата обращения: 11.03.2026).

Таблица 23 – Негативные прогнозы аналитиков на 2008 г. по рынку стали.

Аналитик/ Инвестицион- ный банк	Прогноз на 2008 г.	Ключевые тезисы / Обоснование
Neil Buxton (GFMS)	Ситуация во втором полугодии 2008 года может значительно ухудшиться.	1. Возможно снижение спроса в США и Европе. 2. Спрос со стороны развивающихся стран не будет достаточным, чтобы компенсировать возможное падение спроса в США и Европе. 3. Ожидается возвращение на рынок китайских производителей
Jim Lennon (Macquarie Bank)	Ожидается коррекция или снижение цен.	1. Китай может вернуться на экспортный рынок (из-за разницы цен внутреннего и мирового рынка), увеличив предложение. 2. Увеличение предложения из Китая совпадет по времени с замедлением спроса в Европе и США. 3. Дефицит сырья (руда, кокс) может ослабнуть, что снизит напряженность с предложением стали.

* Разработано автором с использованием источников¹⁵⁷¹⁵⁸

¹⁵⁷ Pamuk, H. Global steel prices – brace for a correction? / H. Pamuk. — Текст : электронный // Reuters : [сайт]. — 2008. — 29 апр. — URL: <https://www.reuters.com/article/steel-price-idUKNOA93732420080429/> (дата обращения: 11.03.2026).

¹⁵⁸ Steel pricing settles at elevated levels. — Текст : электронный // GFMS Metals Consulting : [сайт]. — 2008. — 2 апр. — URL: https://cisp.cachefly.net/assets/articles/attachments/12512_steel_pricing_settles_at_elevated_levels.pdf (дата обращения: 11.03.2026).

К сожалению, в связи с недоступностью внутрикорпоративных данных, невозможно восстановить ДДП-модели компаний-покупателей, для включения в них негативных прогнозов аналитиков (их ценовые ориентиры также в настоящее время недоступны), и моделирования полной процедуры сравнения и обсуждения полученных результатов. Тем не менее, можно предположить, что менее оптимистичные ДДП-модели, в совокупности с пониманием (на основе индикатора RIF и самотестирования) со стороны менеджмента компаний-покупателей влияния факторов FoMO, могли бы предотвратить заключение хотя бы части из представленных в Таблице 21 экстра-убыточных сделок.

В этом случае совокупный экономический эффект мог бы составить от 24 млн долларов США (в случае отмены наименее убыточной сделки) до 2,3¹⁵⁹–6 млрд долларов США (в случае отмены всех выявленных экстра-убыточных сделок).

Выводы по Главе 3

Проведенное исследование добавляет в перечень возможных причин заключения неэффективных сделок M&A дополнительный поведенческий фактор – фактор FoMO, что является новым, ранее неисследованным, направлением изучения данных сделок. Основой FoMO являются как обстоятельства, органично сопровождающие сделки слияний и поглощений (например, уникальность каждого предлагаемого к продаже актива и дефицит предложения таких активов в целом), так и факторы, сопутствующие «волнам слияний»: трансформации отраслей, рост количества сделок M&A, пересмотр отраслевых или макроэкономических прогнозов в сторону повышения. Воздействием FoMO могут объясняться неэффективные сделки, заключение

¹⁵⁹ Без учета сделок 4 и 5, произведенных ЕВРАЗом: в случае с IPSCO, период от приобретения до продажи (17 лет) теоретически был достаточным для того, чтобы полностью окупить сделанную инвестицию (но информация об этом недоступна), а покупка украинских активов частично была оплачена акциями самого ЕВРАЗа, в связи с чем посчитать убыток, как разницу цены сделки и цены продажи активов, было бы некорректно.

которых ранее объяснялось исключительно избыточной самоуверенностью менеджмента.

При этом гипотеза о влиянии FoMO, в отличие от других поведенческих гипотез, дает возможность предложить новые инструменты для повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, что позволяет выявлять у руководителей присущие данному фактору психологические состояния, и в результате по-новому оценивать предлагаемые сделки и обосновывающие их прогнозы, модели дисконтированного денежного потока, ценовые и прочие условия.

В настоящем исследовании, на основе широко представленной в поведенческой экономике методологии использования различных «прокси», то есть косвенных индикаторов отклонений поведения экономических субъектов от рационального, предписываемого классическими экономическими теориями, поведения, разработан индикатор RIF (риск-индикатор FoMO), позволяющий выявить периоды, рискованные с точки зрения влияния FoMO на лиц, принимающих решения о заключении сделок слияний и поглощений. На основе исследования 120 сделок M&A компаний, имеющих листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (англ. NYSE) и бирже NASDAQ (англ. NASDAQ), с помощью формул Интеграционного и Долгосрочного ROI выявлено 22 экстра-убыточных сделки, при этом 18 из них были заключены в «FoMO-угрожаемые» периоды, характеризующиеся высоким значением риск-индикатора FoMO.

Разработанные автором тесты для самодиагностики на влияние факторов FoMO, в совокупности с расчетом индикатора RIF, дают возможность внедрить в бизнес-процесс расчета потенциальной будущей экономической эффективности сделки новые процедуры риск-менеджмента. В частности, предложенными в исследовании алгоритмами предлагается, при выявлении FoMO-опасных периодов или сделок, кроме обычных расчетов дисконтированных денежных потоков на основе консенсус-прогнозов отраслевых экспертов или инвестиционных банков, в обязательном порядке

изучать и производить расчеты на основе отличающихся от консенсуса негативных прогнозов аналитиков, оценивая риски реализации негативного сценария, в частности: снижение чистой приведенной стоимости проекта M&A ниже цены сделки, снижение величины чистого денежного потока самой компании-приобретателя в результате сделки, возможное ухудшение финансового положения компании-приобретателя в случае реализации негативного прогноза. При этом, в случае рассмотрения сделок, поддерживаемых «первыми лицами» предприятий, предлагается реализовывать процедуру «санкционированного оппонирования» сделке, позволяющего преодолеть потенциальные опасения сотрудников компании-покупателя, не решающихся высказать опасения, «разрушающие» сделку, согласованную на уровне высших руководителей. При этом окончательное решение остается за руководителями компаний, на основе оценки ими вероятности реализации негативных прогнозов, и с учетом осознания испытываемого ими влияния факторов FoMO (при их выявлении с помощью предлагаемого самотестирования).

Апробация методики методом имитационного эксперимента (на ретроспективных данных) на примере интеграционных сделок российских компаний сектора черной металлургии, заключенных между 2003 и 2025 годами, выявила 2 «FoMO-угрожаемых» периода, в течение которых было заключено 11 экстра-убыточных сделок. Проверка на основе публично доступной информации продемонстрировала высокую эффективность предлагаемой методики их выявления: большинство активов, приобретенных в рамках «FoMO-угрожаемых» периодов, в последующем были либо проданы с существенной скидкой, остановлены, либо не приступили к работе, а их стоимость на балансе компании-покупателя была списана либо существенно дисконтирована. Таким образом, применение предлагаемых алгоритмов учета факторов FoMO, при условии их внедрения в бизнес-процессы компаний, заключивших выявленные экстра-убыточные сделки, могло бы принести экономический эффект от 24 млн до более чем 6 млрд долларов США.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В исследовании решена актуальная научная задача, имеющая существенное значение для развития экономики промышленности: разработаны теоретико-методологические подходы и практические инструменты повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений (M&A) вертикально интегрированных промышленных холдингов. Исследование выполнено на примере отрасли горнодобычи и металлургии, характеризующейся высокой капиталоемкостью и подверженностью циклическим колебаниям.

На основе проведенного исследования сформулированы следующие основные выводы и результаты:

1. Доказана нецелесообразность использования традиционных методов краткосрочного событийного анализа для оценки эффективности промышленных сделок M&A.

В ходе критического анализа существующей теоретической базы (Глава 1) установлено, что наиболее распространенный в научной литературе метод накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns — CARs) имеет критические ограничения применительно к стратегическим сделкам в реальном секторе экономики.

На основе анализа более 20 работ, содержащих критику различных аспектов метода накопленной избыточной доходности, впервые в научной литературе систематизированы недостатки метода CARs, делающие его непригодным для долгосрочного прогнозирования успеха сделок в промышленности:

1. Многофакторность интеграционных процессов и низкая предсказуемость долгосрочного результата сделки
2. Методологическое несовершенство:
 - Проблема определения даты события

- Проблема определения размера «окна» событий
- Проблема противоречивости получаемых результатов исследований.

3. Многофакторность рынка акций, на котором делаются замеры в рамках данного метода, и неоднозначность получаемых результатов:

- Проблема оттока денежных средств компаний-покупателей при совершении сделок слияний и поглощений.
- Проблема ожидания сделок слияний и поглощений рынком и наличия этих ожиданий в цене акций.
- Проблема арбитражных торговых стратегий.
- Проблема гипотезы эффективного рынка
- Проблема завышения цены акций компании-покупателя.

Доминирование событийного анализа при его неспособности предсказать реальные долгосрочные эффекты, создает разрыв между академическими оценками и практическими потребностями бизнеса. В целях разработки методов оценки эффективности сделок слияний и поглощений, отражающих реальные прикладные критерии успешности таких сделок с точки зрения руководителей и собственников предприятий, в Главе 1 проведен анализ научной литературы, содержащей опросы специалистов и руководителей проектов слияний и поглощений, и проанализированы подходы к обоснованию решений менеджментом компаний. Показано, что, несмотря на многообразие высказанных мотивов (синергия, диверсификация и др.), на практике более 80% финансовых директоров ориентируются на получение долгосрочного экономического эффекта, используя для оценки метод дисконтированных денежных потоков (ДДП, или DCF), при этом первый результат они ожидают увидеть в отчетности своих предприятий через 2 года после завершения сделки.

Используя модели ДДП, покупатели рассчитывают на долгосрочный экономический эффект, в том числе, включающий в себя инфляцию, курсы

валют, ставки по кредитам, колебания спроса и т.п., то есть не только факторы, относящиеся к самой сделке, но и другие параметры.

При этом в большинстве научных исследований, в соответствии с методом накопленной избыточной доходности, успех или неудача сделки слияний и поглощений определяется краткосрочным отклонением курса акций предприятия-покупателя от некой «нормы», на несколько процентов или долей процента. При этом исследователи пытаются отделить эффект, вызванный сделкой, от других внешних факторов, хотя при планировании сделки эти внешние факторы также учитываются. Еще один недостаток большинства научных исследований: они не содержат выборку «успешных» и «неудачных» сделок, и не пытаются подтвердить свои выводы индивидуальным исследованием тех или иных сделок, ограничиваясь неубедительными для практиков рынка статистическими выкладками.

Данные противоречия создают существенный разрыв между теорией и практикой, не способствующий доверию руководителей предприятий к результатам и рекомендациям научных исследований, основанных на наиболее распространенных методах исследования слияний и поглощений, и как результат – не способствующий внедрению научных работ в практическую деятельность.

Таким образом, теоретически обоснована необходимость перехода от спекулятивных рыночных оценок к фундаментальным показателям хозяйственной деятельности при анализе эффективности интеграционных процессов.

2. Разработаны альтернативные методические подходы к оценке эффективности сделок, базирующиеся на критериях «среднесрочной доходности» и «долгосрочной окупаемости».

Взамен отвергнутых краткосрочных методов, в Главе 2 предложен и обоснован инструментарий, основанный на анализе динамики показателя EBITDA по отношению к цене сделки (инвестиционным затратам).

- Предложен показатель «Интеграционный ROI», рассчитываемый как отношение прироста EBITDA компании-покупателя через два года после сделки к цене приобретения актива. Выбор двухлетнего лага сделан на основе изучения научной литературы, содержащей результаты опросов руководителей предприятий-приобретателей, и их ожиданиями в части завершения интеграционных процедур в промышленных холдингах.
- Предложен показатель «Долгосрочный ROI», оценивающий накопленный прирост EBITDA за 5 лет после сделки по отношению к понесенным затратам.

Данный подход позволил переориентировать оценку эффективности со «справедливой рыночной стоимости» на реальную способность менеджмента генерировать денежный поток, окупающий инвестиции, что соответствует практике принятия решений в рамках моделей дисконтированных денежных потоков (DCF).

3. Эмпирически подтверждена гипотеза о нормальном распределении результатов сделок M&A и обоснован фокус на исследовании «экстремальных» отклонений.

На основе статистического анализа выборки сделок в горнодобывающей и металлургической отраслях за период 1984–2018 гг. (с данными пост-анализа до 2023 г.) установлено, что показатели ROI по формулам (1) и (2), особенно в первые годы после сделки, подчиняются закону нормального распределения (кривая Гаусса).

- Сделан вывод о том, что результаты большинства сделок ("середина" распределения) подвержены влиянию множества случайных факторов, и их отклонения от плана не являются системными.
- Обосновано, что научный и практический интерес представляет анализ «хвостов» распределения — экстра-убыточных и экстра-прибыльных сделок. Именно изучение сделок с экстремально негативными результатами позволяет выявить устойчивые детерминанты «провалов», поддающиеся прогнозированию и митигации.

4. Идентифицирован и введен в научный оборот применительно к сделкам M&A поведенческий фактор «Синдром упущенной выгоды» (FoMO).

В Главе 3 впервые в отечественной экономической науке феномен FoMO (Fear of Missing Out), ранее изучавшийся преимущественно в психологии и маркетинге, применен для объяснения неэффективных инвестиционных решений топ-менеджмента промышленных корпораций. На основе анализа литературы и дедуктивного метода обосновано, что сделки слияний и поглощений органически содержат условия, провоцирующие данный поведенческий эффект:

- Дефицит предложения – уникальность и ограниченность доступных для приобретения активов, что усиливает страх упустить стратегически привлекательную возможность.
- Ограниченность времени на принятие решения, присущая конкурентным процедурам и переговорам.
- Информационное давление в периоды «волн слияний», когда рост активности на рынке слияний и поглощений, подкрепленный оптимизмом инвесторов и позитивными отчетами аналитиков, создает у руководителей предприятия-покупателя страх отстать от конкурентов.

- Влияние «мега-сделок», которые, подобно мнению авторитетных лидеров, убеждают остальных участников рынка в оправданности высокой оценки активов и правильности выбранной стратегии.
- Формирование «новой парадигмы», когда длительные ценовые тренды и изменения рыночных условий начинают восприниматься как необратимые, что ведет к отбрасыванию консервативных прогнозов и завышению ожидаемой эффективности сделок.

Показано, что под воздействием этих факторов осторожность менеджмента снижается, критический анализ подменяется верой в консенсус-прогнозы, а потенциальные риски разворота рыночных трендов недооцениваются, что впоследствии приводит к формированию класса «экстра-убыточных» сделок. Это позволяет по-новому интерпретировать природу многих неудачных сделок, ранее объяснявшихся исключительно негативными субъективными качествами руководителей, а также выработать меры противодействия, способствующие выявлению факторов FoMO и их нейтрализации.

5. Разработан и апробирован алгоритмизированный инструментарий оценки рисков — Интегральный Риск-индикатор FoMO (RIF).

С целью заблаговременного выявления ситуаций, способствующих принятию иррациональных инвестиционных решений, разработан комплексный риск-индикатор FoMO (сокращенно RIF), рассчитываемый по формуле:

$$RIF_t = Q_t + C_t + T_t + M_t,$$

где компоненты индикатора (с весовым ограничением ≤ 2) отражают накопление перегрева рынка за годы, предшествующие измерениям:

- Q_t (Quantity): компонент количества сделок (измеряет в годах продолжительность «волны слияний» и связанного с этим

информационного давления на руководителей компаний в соответствующей отрасли);

- C_t (CARs): компонент оптимизма инвесторов (измеряет продолжительность периода, в котором положительная накопленная избыточная доходность (CARs) на объявлениях о сделках слияний и поглощений превалирует над отрицательной).
- T_t (Transborder): компонент, измеряющий продолжительность периода роста количества трансграничных сделок в отрасли (характеризует масштаб трансформаций в отрасли и готовность участников рынка идти на повышенные риски).
- M_t (Market conditions): компонент цен, измеряющий продолжительность однонаправленного ценового тренда на ключевую продукцию отрасли (например, сталь), что создает уверенность участников рынка в долгосрочной стабильности наблюдаемых тенденций.

Дополнительным сигнальным фактором определено наличие «мега-сделок» (сделок, размер которых во много раз превышает среднее значение по рынку) с оплатой акциями предприятия-покупателя.

6. Результаты апробации инструментария доказали его высокую прогностическую эффективность.

Апробация разработанного индикатора RIF проведена на двух массивах данных:

- Глобальный рынок (преимущественно США): Ретроспективный анализ показал, что пиковые значения индикатора RIF (7–8 баллов) предшествовали периодам заключения 18 из 22 экстра-убыточных сделок. В частности, индикатор успешно предсказал высокие риски перед кризисными периодами, когда заключались наиболее разрушительные для стоимости сделки.

- Российский рынок черной металлургии (2003–2024 гг.): Анализ 33 сделок с участием российских вертикально интегрированных холдингов подтвердил применимость методики. Пиковые значения индикатора RIF коррелируют с периодами заключения сделок, показавших впоследствии отрицательную окупаемость. Выявлено совпадение периодов повышенного риска на российском и глобальном рынках, что свидетельствует о высокой степени интеграции отечественной отрасли в мировую экономику (до 2022 года). Проанализированы 11 экстра-убыточных сделок российских компаний черной металлургии. Изучение публично доступной информации показало, что большинство этих сделок впоследствии привели к существенным потерям: активы продавались со значительным дисконтом, консервировались или обесценивались.

7. Разработаны практические рекомендации по повышению эффективности хозяйственной деятельности при сделках M&A.

На основе полученных результатов предложен комплекс инструментов повышения эффективности сделок слияний и поглощений, применимый в деятельности вертикально интегрированных промышленных холдингов:

1. Риск-индикатор FoMO: будучи внедренным в практику, способен наглядно продемонстрировать высокие риски заключения сделок в периоды длящихся изменений рыночных условий и повышенного оптимизма инвесторов относительно идущих интеграционных процессов.
2. Чек-лист самоконтроля руководителей предприятий – вопросы для самотестирования в целях идентификации подверженности фактору FoMO.
3. Бизнес-процесс «санкционированного оппонирования»: для крупных сделок слияний и поглощений, инициированных высшим руководством – привлечение специальных рабочих групп для независимой проверки и

стресс-тестирования экономических моделей (с целью компенсации отсутствия критики со стороны прямых подчиненных). Оптимально закрепление обязанности формировать такие группы на уровне Советов директоров при вынесении вопроса об одобрении крупной сделки слияний и поглощений.

4. Экономический расчет последствий реализации негативных сценариев для стоимости и финансового состояния предприятия-покупателя: при выявлении факторов FoMO, внедрение в процесс согласования сделок практики сопоставления потенциальной выгоды (NPV проекта слияния или поглощения) и возможных потерь (расчет снижения стоимости компании-покупателя в случае заключения сделки и последующего наступления негативного сценария, на основе ДДП -модели).

Теоретическая значимость работы заключается в развитии нового подхода к оценке эффективности интеграционных процессов путем доказательства приоритета фундаментальных показателей окупаемости над рыночными метриками, а также в интеграции поведенческих финансов (гипотеза воздействия факторов FoMO) в анализ промышленных слияний.

Практическая значимость состоит в создании прикладного, готового к внедрению инструментария (индикатор RIF, чек-листы, алгоритмы бизнес-процесса экономического обоснования целесообразности сделки), позволяющего собственникам и менеджменту промышленных холдингов, а также государственным органам, управляющим активами, существенно снизить риск заключения сделок, разрушающих стоимость, повысить обоснованность инвестиционных стратегий и обеспечить рост долгосрочной эффективности хозяйственной деятельности.

Направлениями потенциального продолжения данного исследования являются:

1. Расчет показателей накопленной избыточной доходности для экстра-убыточных и экстра-прибыльных сделок, для уточнения прогностической ценности данного наиболее распространенного метода оценки эффективности слияний и поглощений.

2. Сбор и обработка статистики Интеграционного и Долгосрочного ROI с целью выявления средних значений для сделок M&A в разных отраслях и географических локациях.

3. Формирование дополнительного массива экстра-убыточных и экстра-прибыльных сделок слияний и поглощений с целью их дальнейшего индивидуального изучения и выявления общих характеристик и закономерностей, обуславливающих их «успешность» либо «неуспешность».

4. Дальнейшее изучение эффекта FoMO в приложении к сделкам слияний и поглощений, с апробацией Риск-индикатора FoMO на различных рынках и в различных отраслях, с его последующей дополнительной калибровкой.

Список использованных источников

Научная литература и источники на русском языке

1. Абдуллин, А. Р. Гипотеза эффективности рынка в свете теории финансов / А. Р. Абдуллин, А. Р. Фаррахетдинова // Управление экономическими системами. — 2015. — № 4(76). — С. 1–23.
2. АК&М информационное агентство : [сайт]. — Москва. — Обновляется в течение суток. — URL: <https://www.akm.ru/> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный
3. Антонов, В. Г. Управление рисками приоритетных инвестиционных проектов: концепция и методология : монография / В. Г. Антонов, В. В. Масленников, Л. Г. Скамай, А. М. Вачегин. — Москва : РУСАЙНС, 2016. — 187 с.
4. Афанасьев, В. Я. Управление экономической эффективностью производственных технологий : монография / В. Я. Афанасьев, Н. Г. Любимова, С. В. Мищеряков, В. Ф. Уколов. — Москва : Научная библиотека, 2024. — 316 с.
5. Банк России. Информационное письмо от 13 января 2025 г. № ИН-02-28/68 «О Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости» — Текст : электронный // ЦБ РФ : официальный сайт. — URL: <https://cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/9943> (дата обращения: 14.04.2025)
6. Блохин, А. А. Экономическое доминирование: базовые положения теории и подход к измерению / А. А. Блохин // Научные труды: Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН. — 2023. — № 1. — С. 6–30. — doi: 10.47711/2076-3182-2023-1-6-30
7. Броневич, А. Г. Исследование конфликтности и детерминант точности прогнозов в рекомендациях российских финансовых аналитиков / А. Г. Броневич, Е. Д. Косюк, А. Е. Лепский, Г. И. Пеникас // Препринт

- WP7/2015/10. Серия WP7. — Москва : Изд. дом. Высшей шк. экономики. — 2015. — С. 32. — (Серия WP7 «Математические методы анализа решений в экономике, бизнесе и политике»). — 18 экз.
8. Великий, В. А. Подход к оценке эффективности промышленной интеграции в условиях реализации политики импортонезависимости / В. А. Великий, Т. О. Толстых, Н. В. Шмелева // Естественно-гуманитарные исследования. — 2024. — № 4 (54). — С. 95-100.
 9. Владимирова, И.Г. Слияния и поглощения компаний: характеристика современной волны // Менеджмент в России и за рубежом. — 2002. — № 1. — С. 26-41.
 10. Воронина, Н. В. Теоретические аспекты слияний и поглощений в современных условиях / Н. В. Воронина, В. А. Бабанин, А. В. Веселова // Дайджест-финансы. — 2006. — № 5(137). — С. 13–21.
 11. Воронов, А. А. Экономико-правовые аспекты обеспечения эффективности работы отраслей, предприятий и организаций / А. А. Воронов, О. Н. Валькович // Экономический анализ: теория и практика. — 2004. — № 2 (17). — С. 62-64.
 12. Галиев, Ж. К. Вопросы оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности и проектов на горнодобывающих предприятиях : монография / Ж. К. Галиев, Н. В. Галиева, А. В. Митенков, И. А. Стоянова. — Москва : «Горная книга» — 2025. — 216 с.
 13. ГК «Тимир» может начать в 2027 году разработку железорудных месторождений в Якутии — Текст : электронный // ТАСС : [сайт]. — 2024. — 11 апр. — URL: <https://tass.ru/ekonomika/20510677> (дата обращения: 11.03.2026).
 14. Госкомпании «сделали» четверть рынка — Текст : электронный // АК&М: информационное агентство : [сайт]. — 2024. — 17 июн. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/sdelok-po-vykhodu-inostrannykh-investorov-iz-rossiyskikh-aktivov-sokrashchaetsya/> (дата обращения: 11.03.2026).

15. 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 // Корпоративные финансы. — 2013. — № 7(4(28)). — С. 53–71. — <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.7.4.2013.53-71>
16. Джумайло, А. Evraz уходит с Украины / А. Джумайло — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2018. — 1 мар. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3560918> (дата обращения: 11.03.2026).
17. Донцова, О. И. Развитие управленческих механизмов обеспечения технологического прорыва в экономике России / О. И. Донцова, Н. М. Абдикеев, Ю. С. Богачев. // Финансовый университет. — 2019. — №4. — С. 15-31.
18. Evraz Group влетела в канадскую трубу — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2008. — 15 мар. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/867237> (дата обращения: 11.03.2026).
19. «Евраз групп» может продать завод Claymont в США — Текст : электронный // Mergers.ru : портал о слияниях и поглощениях : [сайт]. — 2014. — 11 апр. — URL: <https://mergers.ru/news/Evraz-grupp-mozhet-prodat-zavod-Claymont-v-SShA-47467> (дата обращения: 11.03.2026).
20. Жура, С. Е. Анализ инновационного потенциала эффективности на основе равномерного роста производительности труда в отраслях промышленности / С. Е. Жура, О. В. Кондраков // Горизонты экономики. — 2025. — № 5 (92). — С. 59-64.
21. Иванов, А. Е. Волны слияний и поглощений на мировом и российском рынках: анализ особенностей, причин возникновения и спада / А. Е. Иванов // Экономический анализ: теория и практика. — 2017. — № 3 (462). — С. 488–501
22. Ильинская, Е. М. Влияние сделок по слияниям и поглощениям на инновационное развитие Российской фармацевтической отрасли / Е. М. Ильинская, Е. Ю. Блинова // Инновации. — 2010. — № 9. — С. 67-69.

23. Казак, А.Г. Поглощения и слияния в современной экономике // Проблемы современной науки и образования. — 2014. — № 11. — С. 69—72.
24. Калинина, О. В. Современное состояние и проблематика стратегического управления организацией в контексте цифровой трансформации / Х. И. Фаттахов, О. В. Калинина // Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. Серия: Социальные науки. — 2025. — № 1 (77). — С. 76-85.
25. Кардаш, А. Создание стоимости в сделках слияний и поглощений / А. Кардаш // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. — 2013. — № 2. — С. 142-144.
26. Карелина, М. Г. Холдинговые структуры как результат реализации политики интеграции / М. Г. Карелина. — Текст : непосредственный // Молодой ученый. — 2016. — № 16-120. — С. 162-165.
27. Каталкина, М. Ю. Анализ глобального и российского рынков слияний и поглощений: тренды, движущие факторы, эффективность сделок / М. Ю. Каталкина // Вестник университета. — 2020. — № 9. — С. 5-14. — <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2020-9-5-14>.
28. Клеванский, В. Ф. Аспекты FoMO как новый фактор влияния на эффективность хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности / В. Ф. Клеванский, А. В. Митенков // Финансовый менеджмент. — 2026. — № 2. — С. 84-92.
29. Клеванский, В. Ф. Организационно-экономический инструментарий оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингах / В. Ф. Клеванский, А. В. Митенков // Экономика промышленности. — 2026. — №19(2). — С. 156–171.
30. Клейнер, Г. Б. Стратегия предприятия / Г. Б. Клейнер. — Москва : Дело, 2019. — 512 с. — ISBN 978-5-7749-1523-4.

- 31.Ковалышин, Р. В. Критерии успешной реализации организационных изменений в контексте повышения эффективности системы управления на промышленном предприятии / Р. В. Ковалышин, А. М. Фадеев // Инновации в науке и технике: новые горизонты : сборник статей III Международной научно-практической конференции. – Ульяновск, 2025. – С. 400–408.
- 32.Колосова, Д. М. Сделки слияний и поглощений: роль в социально-экономическом развитии / Д. М. Колосова, К. А. Кузьмин. // Экономика и бизнес: теория и практика. — 2021. — № 12-1. — С.194-197. — doi: 10.24412/2411-0450-2021-12-1-194-197
- 33.Кондратьев, Р. Evraz не справился с китайской сталью / А.Кондратьев — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. – 2013. – 15 окт. – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/2320000> (дата обращения: 11.03.2026).
- 34.Макси-банкрот. Суд признал «Макси-групп» банкротом. Ее кредитор – НЛМК продолжает добиваться отмены сделки по покупке контрольного пакета компании в 2007 г. — Текст : электронный // Ведомости : [сайт]. — 2011. — 27 авг. — URL: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2011/08/26/maksibankrot> (дата обращения: 11.03.2026).
- 35.Махортов, А.И. Влияние сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности российских компаний // Экономика и предпринимательство. — 2023. — № 4 (153). — С. 774-778
- 36.Методические рекомендации по разработке и утверждению стратегий развития акционерных обществ, акции которых находятся в собственности Российской Федерации, и федеральных государственных унитарных предприятий : Распоряжение Правительства РФ от 15.08.2024 N 2199-р — Текст : электронный // Правительство РФ : официальный сайт. – URL: <http://government.ru/docs/all/154770/> (дата обращения: 14.04.2025)

37. Митенков, А. В. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений / А. В. Митенков, В. Ф. Клеванский // Экономика промышленности. — 2024. — № 17(2). — С. 115-127. — <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>.
38. Митенков, А. В. Разработка новых подходов к прогнозированию и оценке эффективности сделок слияния и поглощения / А. В. Митенков, В. Ф. Клеванский // Экономика промышленности. — 2025. — Т. 18 (2). — С. 254-264. — <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>.
39. Митенков, А. В. Роль информации и ее структура при анализе взаимодействия субъектов рынка / А. В. Митенков, В. В. Чупахин, А. Р. Жусуева // Вестник Удмуртского университета. Серия Экономика и право. — 2025. — Т. 35, № 4. — С. 622-630. — DOI 10.35634/2412-9593-2025-35-4-622-630. — EDN BMKLTS.
40. Мультипликаторы российских металлургических и горнодобывающих компаний: 3-й квартал 2025 г. : аналит. отчёт — Текст : электронный // Kept : [сайт]. — 2025. — 45 с. — URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2025/12/ru-multiples-of-russian-metals-and-mining-companies-3q2025.pdf> (дата обращения: 11.03.2026).
41. Объёмы покупок активов через ЗПИФы настораживают — Текст : электронный // АК&М: информационное агентство : [сайт]. — 2024. — 12 фев. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/obyemy-pokupok-aktivov-cherez-zpify-nastorazhivayut/> (дата обращения: 05.07.2026).
42. ПАО «Мечел»: Пресс-релиз о вводе временной администрации на Донецком электрометаллургическом заводе — Текст : электронный // Центр раскрытия корпоративной информации : [сайт]. — 2016. — 21 июл. — URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=1942&type=10> (дата обращения: 11.03.2026).
43. ПАО «Северсталь». Годовой отчет 2015: устойчивость за счет операционной эффективности — Череповец, 2016. — 139 с. — URL:

- <https://severstal.com/upload/iblock/35a/severstal-ar-2015-rus.pdf> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный
44. ПАО «Северсталь». Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2012 и 2011. — Череповец, 2013. — 84 с. — URL: <https://severstal.com/upload/iblock/a4c/severstal-fs-31122012-rub-04-03.pdf?ysclid=mmgfg1sbid350695385> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный
45. ПАО «Северсталь». Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2013 и 2012. — Череповец, 2014. — 80 с. — URL: <https://severstal.com/upload/iblock/f95/severstal-fs-31122013-rub.pdf> (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный
46. Погожева, А. А. Использование событийного анализа для оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков по российским эмитентам / А. А. Погожева // Корпоративные финансы. — 2013. — № 7(2(26)). — С. 35–49. — <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.2.2013.35-49>
47. Попинако А. АЛРОСА наконец-то продала 51% акций «Тимира» Evraz — Текст : электронный // РБК : [сайт]. — 2013. — 3 апр. — URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2013/04/03/56c1b0ae9a7947406ea09ded> (дата обращения: 11.03.2026)
48. Ревунов, С. Е. Цифровая гигиена как способ борьбы с влиянием социальных сетей на психику / С. Е. Ревунов, А. А. Пермовский, Н. А. Бархатов // Проблемы современного педагогического образования. — 2025. — № 87(4). — С. 454–456.
49. Родионов, Д. Г. Стратегия повышения эффективности функционирования инновационного предприятия / Д. Г. Родионов, Н. В. Афанасьева // Российский экономический Интернет-журнал. — 2018. — № 4. — С. 94–113.
50. Рожков, И. М. Комплексная оценка эффективности функционирования металлургического предприятия / И. М. Рожков, А. А. Бойков, И. А.

- Ларионова, О.И. Калинин, Ю.Ю. Костюхин // *Металлург.* — 2016. — № 10. — С. 4-8
51. Рынок коммерческих M&A сделок сокращается на фоне роста числа сделок с госучастием — Текст : электронный // *Research & Analytics АКМ.* : [сайт]. — 2026. — 12 фев. — URL: <https://mergers.akm.ru/stats/rynok-kommercheskikh-m-a-sdelok-sokrashchaetsya-na-fone-rosta-chisla-sdelok-s-gosuchastiem/> (дата обращения: 12.03.2026).
52. Рынок слияний и поглощений в России в 2025 г: аналит. отчёт / КЕРТ. — Текст : электронный // kept.ru : [сайт] — URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2026/02/ru-kept-ma-2025-survey.pdf> (дата обращения: 05.04.2026).
53. Самарина, В. П. Формирование финансовой базы роста экономической устойчивости региональной хозяйственной системы / В. П. Самарина, Е. А. Складорова // *Пространственное развитие территорий: сборник научных трудов VII Международной научно-практической конференции.* — Белгород, 2025. — С. 298-301.
54. Сарычев, А.Е. Повышение роли динамических способностей угольных компаний в условиях резких ценовых колебаний на международных рынках / А.Е. Сарычев, А.В. Мясков, И.А. Стоянова, Н.А. Иванов // *Экономика промышленности.* — 2024. — Т. 17., № 2. — С. 128-137
55. Сборщиков, С. Б. Оценка потенциала российских промышленных предприятий к интеграции в новых экономических условиях / С. Б. Сборщиков, К. Е. Мазур // *Экономика и управление: проблемы, решения.* — 2025. — Т. 7, № 10 (163). — С. 62–68
56. Синтяев, С. А. Оценка эффективности управления инновационными проектами с использованием современных методик и инструментов / С. А. Синтяев, Ю. Н. Нестеренко // *Экономика: вчера, сегодня, завтра.* — 2024. — № 6-1. — С. 464-472.
57. Скворцова, И. Использование метода событий в исследованиях слияний и поглощений на развитых и развивающихся рынках капитала / И.

- Скворцова, Е. Игнатьев, Е. Стельмахова и др. // Корпоративные Финансы. — 2014. — № 7(4). — С. 111–125. — <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.7.4.2013.111-125>
- 58.Стерхов, А. В. Управление стратегическим планированием на основе сделок слияний и поглощений и его влияние на эффективность электроэнергетического комплекса России / А. В. Стерхов // Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. — 2023. — № 17 (3). — С. 141-150. — doi: 10.14529/em230313
- 59.Структура группы — Текст : электронный // НЛМК : официальный сайт. — URL: <https://nlmk.com/ru/about/group-structure/> (дата обращения: 11.03.2026).
- 60.ТМК завершила сделку по продаже 100% акций IPSCO Tubulars Inc. компании Tenaris — Текст : электронный // Трубная Металлургическая Компания : [сайт]. — 2020. — 3 янв. — URL: <https://www.tmk-group.ru/PressReleases/534> (дата обращения: 11.03.2026).
- 61.Трифонов, П. «Евраз» закрыл североамериканский счет — Текст : электронный // Коммерсантъ : [сайт]. — 2025. — 30 июн. — URL: <https://www.kommersant.ru/doc/7852835> (дата обращения: 11.03.2026).
- 62.Финансовый менеджмент и комплексная оценка эффективности функционирования предприятия : монография / И.М. Рожков, А.П. Пантелеев, И.А. Ларионова, Ю.Ю. Костюхин, Е.Н. Елисеева, А.В. Жагловская; под редакцией И. М. Рожкова. — Москва : Издательский Дом МИСиС, 2016. — 157 с.
- 63.Хусаинов, З. И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: интегрированная методика / З. И. Хусаинов // Корпоративные финансы. — 2008. — № 2 (1). — С. 12-33.
- 64.Чиркова, Е. В. Предпосылки возникновения финансового пузыря / Е. В. Чиркова // Финансы: теория и практика. — 2012. — № 1. — С.79-87

65. Шаркова, А.В. Трансформация предпринимательской деятельности: новые технологии, эффективность, перспективы. / А.В. Шаркова, А.А. Прудникова, Н.В. Бондарчук [и др.] ; под общей редакцией ректора Финансового университета при Правительстве Российской Федерации д.э.н., профессора М. А. Эскиндарова ; Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования "Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации" (Финансовый университет). — Москва : Дашков и К°, 2021. — 373 с. : ил., табл. : 22 см.; ISBN 978-5-394-04452-6.
66. Шматков, Л. М. Сделки слияния и поглощения: роль в социально-экономическом развитии / Л. М. Шматков // Экономика и бизнес: теория и практика. — 2024. — № 6-2 (112). — С. 180-191. — doi: 10.24412/2411-0450-2024-6-2-180-191
67. Янюк, А. А. Как синдром упущенной выгоды влияет на совершение покупок? / А. А. Янюк // Бизнес-образование в экономике знаний. — 2021. — № 3 (20). — С. 19-22.

Научная литература и источники на иностранных языках

68. About Maruichi Leavitt — Текст : электронный // Maruichi Leavitt: официальный сайт. — 2008. — URL: <https://maruichi-leavitt.com/about-maruichi-leavitt.html> (дата обращения: 14.04.2026).
69. Andrade, G.M -M. New evidence and perspectives on mergers / G M -M Andrade, M. L. Mitchell, E. Stafford // Harvard Business School, 2001. — 32 с. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.269313>
70. Andrade, G.M-M. Investigating the Economic Role of Mergers / G.M -M. Andrade, E. Stafford — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 1998. —

- 12 янв. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.47264> (дата обращения: 14.03.2025).
71. Antweiler, W. Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards / W. Antweiler, M. Z. Frank // *The Journal of Finance*. — 2004. — № 59. — С. 1259-1294. — <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00662.x>
72. ArcelorMittal acquires Bayou Steel for \$475 mn — Текст : электронный // *Business Standard*: [сайт]. — 2008. — 16 июн. — URL: https://www.business-standard.com/amp/article/companies/arcelormittal-acquires-bayou-steel-for-475-mn-108061600069_1.html (дата обращения: 14.04.2026).
73. ArcelorMittal to Acquire Bayou Steel — Текст : электронный // AIST (Association for Iron & Steel Technology): [сайт]. — 2008. — 17 июн. — URL: <https://www.aist.org/arcelormittal-to-acquire-bayou-steel> (дата обращения: 14.04.2026).
74. Azizah, A. N. The Impact of FOMO (Fear of Missing Out) on Investment Decisions in the Millennial Generation : препринт / A. N. Azizah. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2025. — 7 фев. — URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5127021 (дата обращения: 14.12.2025).
75. Baker, M. Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns / M. Baker, J. Wurgler // *The Journal of Finance*. — 2006. — № 61. — С. 1645-1680. — <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
76. Ball, R. An empirical evaluation of accounting income numbers / R. Ball, P. Brown. // *Journal of Accounting Research*. — 1968. — № 6(2). — С. 159–178. — <https://doi.org/10.2307/2490232>
77. Barber, B. M. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics / B. M. Barber, J. D. Lyon // *Journal of Financial Economics*. — 1997. — № 43(3). — С. 341–372. — [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00890-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00890-2)

78. Berkovitch, E. Motives for Takeovers: An Empirical Investigation / E. Berkovitch, M. P. Narayanan // Journal of Financial and Quantitative Analysis. — 1993. — № 28(3). — С. 347-362.
79. Bogan, V. L. What Drives Merger Decision Making Behavior? Don't Seek, Don't Find, and Don't Change Your Mind / V. L. Bogan, D. R. Just // Journal of Economic Behavior and Organization. — 2009. — № 3. — С. 1-46
80. Bonaparte, Y. Catching the FoMO Fever: A Look at Fear in Finance / Y. Bonaparte, F. J. Fabozzi // Journal of Portfolio Management. — 2025. — Т. 51, № 4. — С. 241–255.
81. Brown, S. J. Measuring security price performance / S. J. Brown, J. B. Warner // Journal of financial Economics. — 1980. — Т. 8. — №. 3. — С. 205-258.
82. Bruner, R. F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker // Journal of Applied Finance. — 2002. — 12(1). — С. 48–68.
83. Celestica to Acquire D&H Manufacturing Company — Текст : электронный // Celestica Inc. : официальный сайт. — 2012. — 27 июл. — URL: <https://corporate.celestica.com/node/6681> (дата обращения: 14.04.2026).
84. Christensen, C.M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. The Big Idea: The New M&A Playbook — Текст : электронный // Harvard Business Review : [сайт]. — 2011. — 15 мар. — URL: <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook> (дата обращения: 14.03.2025)
85. Clement, M. B. Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting / M. B. Clement, S. Y. Tse. // The Journal of Finance. — 2005. — № 60(1). — С. 307-341.
86. CMC Closes Purchase of Nicholas J. Bouras and Affiliates — Текст : электронный // AIST (Association for Iron & Steel Technology) : [сайт]. — 2007. — 18 апр. — URL: <https://www.aist.org/cmc-closes-purchase-of-nicholas-j-bouras-and-affiliates> (дата обращения: 14.04.2026).
87. Cooper Cameron to buy Orbit Valve — Текст : электронный // The New York Times : [сайт]. — 1998. — 18 февр. — URL:

- <https://www.nytimes.com/1998/02/19/business/company-news-cooper-cameron-to-buy-orbit-valve-for-100-million.html?searchResultPosition=9>
(дата обращения: 13.04.2026).
88. Deutsche Bank Says Steel Prices Will Rise 40% in Europe in 2008 / Bank Deutsche. — Текст : электронный // Bloomberg : [сайт] — 2008. — 18 июня. — URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2008-06-18/deutsche-bank-says-steel-prices-will-rise-40-in-europe-in-2008> (дата обращения: 11.03.2026).
89. Dodd, P. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis / P. Dodd, R. Ruback // Journal of Financial Economics. — 1977. — № 5(3). — С. 351–373.
90. Duso, T. Is the event study methodology useful for merger analysis: A comparison of stock market and accounting data / T. Duso, K. Gugler, B. B. Yurtoglu // International Review of Law and Economics. — 2010. — № 30(2). — С. 186–192. — <https://doi.org/10.1016/j.irl.2010.02.001>
91. EVRAZ plc. Годовой отчет 2021 — London, 2022. — 153 с. — URL: https://www.evraz.com/upload/iblock/5c5/EVRAZ_Annual_Report_2021.pdf (дата обращения: 11.03.2026). — Текст : электронный
92. Fama, E. F. Efficient capital markets: II // The journal of finance. — 1991. — Т. 46. — №. 5. — С. 1575-1617.
93. Fama, E.F. The adjustment of stock prices to new information / E. F. Fama, L. Fisher, M. C. Jensen, R. W. Roll // International Economic Review. — 1969. — № 1. — С. 1-21. — <https://doi.org/10.2139/ssrn.321524>
94. Fisch, J. E. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation / J. E. Fisch, J. B. Gelbach, J. Klick // Texas Law Review. — 2018. — № 96. — С. 553–621.
95. Fuhrer, C. Success factors in post-merger integration. Deal makers share their recipes for success / C. Fuhrer, R. Liem, D. Zwald — Текст : электронный

- // pwc.de : [сайт]. 2017. — URL: <https://www.pwc.de/de/deals/success-factors-in-post-merger-integration.pdf> (дата обращения: 06.04.2025).
96. Gaughan, P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings — Hoboken, New Jersey : John Wiley & Sons Inc., 2011. - 672 с.
97. Gibraltar Industries acquires NorWesCo, Noll Manufacturing and M&N Plastics — Текст : электронный // Gibraltar Industries, Inc. : официальный сайт. — 2007. — 11 апр. — URL: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/GIBALTAR-INDUSTRIES-INC-10695/news/Gibraltar-Ind-Gibraltar-Completes-Acquisition-of-the-Assets-of-NorWesCo-Noll-Manufacturing-and-332268/> (дата обращения: 13.04.2026).
98. Glaum, M. Mergers & Acquisitions: Management des externen Unternehmenswachstums / M. Glaum, T. Hutzschenreuter. — Stuttgart : Kohlhammer, 2010. — 406 с.
99. Goel, A. M. Do Envious CEOs Cause Merger Waves? / A. M. Goel, A. V. Thakor // Review of Financial Studies. — 2010. — № 23(2). — С. 487–517.
100. Goergen, M. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids / M. Goergen, L. Renneboog // European Financial Management. — 2004. — № 10(1). — С. 9–45. — <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00239.x>
101. Goold, M. Desperately Seeking Synergy / M. Goold, A. Campbell // Harvard Business Review. — 1998. — С. 131-143.
102. Green, J. Errors and questionable judgments in analysts' DCF models / J. Green, J.R.M. Hand, X.F. Zhang // Review of Accounting Studies. — 2016. — № 21(2). — С. 596–632. — doi:10.1007/s11142-016-9352-4
103. Gulf International Pipe Industry announces changes in shareholder structure — Текст : электронный // GIPI: [сайт]. — 2024. — 22 февр. — URL: <https://www.gipi.co.om/GIPI-announces-changes-in-shareholder-structure.html> (дата обращения: 11.03.2026).

104. Gunnebo acquires the Hamilton Safe Companies — Текст : электронный // News.cision.com : [сайт]. — 2012. — 08 авг. — URL: <https://news.cision.com/gunnebo/r/gunnebo-acquires-the-hamilton-safe-companies---the-second-largest-supplier-of-physical-security-prod,c9290160> (дата обращения: 14.04.2026).
105. Harford, J. Merger waves: a survey of the literature / J. Harford // Handbook of Corporate Finance. — Cheltenham : Edward Elgar Publishing, 2024. — С. 377-409. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4244184>
106. Herman, D. Introducing short-term brands: A new branding tool for a new consumer reality / D. Herman // Journal of Brand Management. — 2000. — Т. 51, № 5. — С. 330–340.
107. Ikenberry, D. Market under Reaction to Open Market Repurchases / D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen // Journal of Financial Economics. — 1995. — № 39. — С. 181-208. — [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)
108. Jensen, M. C. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence / M. C. Jensen, R. S. Ruback // Journal of Financial Economics. — 1983. — № 11(1-4). — С. 5–50.
109. Jiang, F. Manager sentiment and stock returns / F. Jiang, J. Lee, X. Martin, G. Zhou // Journal of Financial Economics. — 2019. — № 132(1). — С. 126–149. — <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.001>
110. JMS Metal Services Acquired by Russel Metals — Текст : электронный // Donelly Penman & Partners: [сайт]. — 2007. — URL: <https://donnellypenman.com/2007-jms/> (дата обращения: 14.04.2026).
111. Karkkainen T. FOMO in Digital Assets / T. Karkkainen. — Текст : электронный // SSRN : [сайт]. — 2022. — 10 июн. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3814493> (дата обращения: 15.12.2025).
112. Kennametal completes acquisition of ATI Tungsten Materials business — Текст : электронный // Kennametal Inc. : официальный сайт. — 2013. —

- 4 нояб. – URL: <https://kennametal.gcs-web.com/news-releases/news-release-details/kennametal-completes-acquisition-tungsten-materials-business-ati> (дата обращения: 13.04.2026).
113. Koller, T. Valuation: measuring and managing the value of companies / T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels. — Hoboken, N.J. : John Wiley & Sons, Inc., 2010. — 811 с.
 114. Kothari, S. P. The econometrics of event studies / S. P. Kothari, J. B. Warner // Handbook of corporate finance ; Т. 1. — Amsterdam : Elsevier North-Holland, 2007. — С. 3-36. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.608601>
 115. KPMG Unlocking shareholder value: The keys to success, mergers and acquisitions. Mergers & Acquisitions. Global research report 1999 / KPMG. — Текст : электронный // imaa-institute.org : [сайт] — URL: https://imaa-institute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking-Shareholder-Value-The-Keys-to-Success.pdf (дата обращения: 05.04.2025).
 116. Kwoka, J. Predicting merger outcomes: The accuracy of stock market event studies, market structure characteristics, and agency decisions / J. Kwoka, C. Gu // The Journal of Law and Economics. — 2015. — № 58(3). — С. 519–543. — <https://doi.org/10.1086/684225>
 117. Lintner, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets // The review of economics and statistics. — 1965. — Т. 47. — №. 1. — С. 13-37
 118. Martynova, M. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? / M. Martynova, L. Renneboog // Journal of Banking & Finance. — 2008. — № 32(10). — С. 2148–2177. — <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>
 119. Material Sciences Corporation. Quarterly Report (Form 10-Q) for the quarterly period ended November 30, 2004 — Текст : электронный // U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) : официальный сайт. — Washington, D.C., 2005. — 14 January. — URL:

- <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/755003/000119312505003645/d10q.htm> (дата обращения: 14.04.2026).
120. Meckl, R. Do M&A deals create or destroy value? : A meta-analysis / R. Meckl, F. Röhrle. // *European Journal of Business and Economics*. — 2016. — № 11. — С. 45-52.
 121. Michaely, R. Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations / R. Michaely, K. L. Womack // *The Review of Financial Studies*. — 1999. — № 12(4). — С. 653–686.
 122. Mitchell, M. Managerial decisions and long-term stock price performance / M. Mitchell, E. Stafford // *Journal of Business*. — 2000. — № 73. — С. 287-329.
 123. Mitchell, M. Price pressure around mergers / M. Mitchell, T. Pulvino, E. Stafford // *The Journal of Finance*. — 2004. — № 59(1). — С. 31–63. — <https://doi.org/10.2139/ssrn.318539>
 124. Moeller, S. B. Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? / S. B. Moeller, F. P. Schlingemann, R. M. Stulz // SSRN : [сайт]. — 2003. — 15 мая. — URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.383560> (дата обращения: 14.12.2024).
 125. Mukherjee, T. K. Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs / T. K. Mukherjee, H. Kiyamaz, H. K. Baker // *Journal of Applied Finance*. — 2004. — С. 7–24.
 126. Novolipetsk Steel to acquire Beta Steel for US\$400 million — Текст : электронный // Rustocks.ru: [сайт]. — 2008. — 4 сент. — URL: <http://rustocks.ru/index.phtml/Pressreleases/0/9/15464> (дата обращения: 14.04.2026).
 127. Nucor Acquires Magnatrah — Текст : электронный // Mergr: [сайт]. — 2007. — 25 июн. — URL: <https://mergr.com/transaction/nucor-acquires-magnatrah> (дата обращения: 14.04.2026).
 128. Nucor completes acquisition of Skyline Steel, LLC — Текст : электронный // Nucor Corporation : официальный сайт. — 2012. — 21 июня.

- URL: https://nucor.com/news/?article=nucor-acquires-skyline-steel-llc-122533#news_releases (дата обращения: 13.04.2026).
- 129. Pamuk H. Global steel prices: the sky is the limit / H. Pamuk. — Текст : электронный // Reuters : [сайт]. — 2008. — 25 фев. — URL: <https://www.reuters.com/article/business/global-steel-prices-the-sky-is-the-limit-idUSL08870740/> (дата обращения: 11.03.2026).
- 130. Pamuk, H. Global steel prices – brace for a correction? / H. Pamuk. — Текст : электронный // Reuters : [сайт]. — 2008. — 29 апр. — URL: <https://www.reuters.com/article/steel-price-idUKNOA93732420080429/> (дата обращения: 11.03.2026).
- 131. Petrovic Legal Advises SPS ME on Acquisition of Gulf International Pipe Industry. — Текст : электронный // CEE Legal Matters : [сайт]. — 2013. — 31 окт. — URL: <https://ceelegalmatters.com/by-practice/127-energy/24733-petrovic-legal-advises-sps-me-on-acquisition-of-gulf-international-pipe-industry> (дата обращения: 11.03.2026).
- 132. Przybylski, A. K. Motivational, emotional, and behavioral correlates of fear of missing out / A. K. Przybylski, K. Murayama, C. R. DeHaan, V. Gladwell // Computers in Human Behavior. — 2013. — № 4. — С. 1841-1848.
- 133. Reliance Steel & Aluminum Co. completes acquisition of PNA Group Holding Corp. — Текст : электронный // Reliance Steel & Aluminum Co. : официальный сайт. — 2008. — 4 авг. — URL: <https://www.aist.org/reliance-steel-aluminum-completes-pna-acquisition> (дата обращения: 13.04.2026).
- 134. Renneboog, L. Failure and success in mergers and acquisitions / L. Renneboog, C. Vansteenkiste // Journal of Corporate Finance. — 2019. — Т. 58. — С. 650-699. — <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3434256>
- 135. Rohra, N. Motives Behind Mergers & Acquisitions: Theory & Critical Review of Literature / N. Rohra, K. Chawla // EPRA International Journal of Economic and Business Review. — 2015. — Т. 3, № 4. — С.253-257.

136. Ryerson buys stainless-steel seller — Текст : электронный // Chicago Tribune : [сайт]. — 1999. — 8 янв. — URL: <https://www.chicagotribune.com/1999/01/08/ryerson-buys-stainless-steel-seller/> (дата обращения: 13.04.2026).
137. Scharfstein, D. S. Herd Behavior and Investment / D. S. Scharfstein, J. C. Stein // The American Economic Review. — 1990. — № 80(3). — С. 465–479.
138. Schneider, C. Acquisitions as Lotteries: Do Managerial Gambling Attitudes Influence Takeover Decisions? / C. Schneider, O. Spalt. // SSRN : [сайт]. — 2011. — 12 окт. — URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1942968> (дата обращения: 14.12.2024).
139. Sharpe, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk //The journal of finance. — 1964. — Т. 19. — №. 3. — С. 425-442.
140. Sirower, M. Avoiding the "Synergy trap": practical guidance on M&A decisions for CEOs and boards / M. Sirower, S. Sahni // Journal of Applied Corporate Finance. — 2006. — № 18(3). — С. 83–95. — <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00101.x>
141. Steel — Текст : электронный // Instrument Business Outlook : [сайт]. — 2008. — 31 мар. — URL: <https://instrumentbusinessoutlook.com/article/steel/> (дата обращения: 11.03.2026).
142. Steel Dynamics completes acquisition of The Techs — Текст : электронный // Steel Dynamics, Inc. : официальный сайт. — 2007. — 5 июля. — URL: <https://www.aist.org/steel-dynamics-completes-acquisition-of-the-techs> (дата обращения: 13.04.2026).
143. Steel pricing settles at elevated levels. — Текст : электронный // GFMS Metals Consulting : [сайт]. — 2008. — 2 апр. — URL: https://cisp.cachefly.net/assets/articles/attachments/12512_steel_pricing_settles_at_elevated_levels.pdf (дата обращения: 11.03.2026).

144. SteelOrbis, 2010. Canam Group increases its stake in structural steel fabricator FabSouth to 80% Company — Текст : электронный // SteelOrbis: официальный сайт. — 2010. — 25 фев. — URL: <https://www.steelorbis.com/steel-news/latest-news/canam-group-increases-its-stake-in-structural-steel-fabricator-fabsouth-to-80-515050.htm> (дата обращения: 14.04.2026).
145. Stillman, R. Examining antitrust policy towards horizontal mergers / R. Stillman // Journal of Financial Economics. — 1983. — № 11(1-4). — С. 225–240. — [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(83\)90012-0](https://doi.org/10.1016/0304-405x(83)90012-0)
146. Tetlock, P. C. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market / P. C. Tetlock // Journal of Finance. — 2007. — № 62. — С. 1139–1168.
147. The state of the deal: M&A trends 2020 // Deloitte : [сайт]. — 2021. — URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/m-a-trends-report.html> (дата обращения: 12.05.2025)
148. Tichy, G. What We Do Know About Success and Failure of Mergers? / G. Tichy // Journal of Industry, Competition and Trade. — 2001. — Vol. 1, № 4. — С. 347–394. — doi: 10.1023/A:1019521325295
149. Țițan, A. G. The efficient market hypothesis: Review of specialized literature and empirical research / A. G. Țițan // Procedia Economics and Finance. — 2015. — № 32. — С. 442–449. — [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01416-1](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01416-1)
150. TMK completes transaction to acquire IPSCO U.S. assets — Текст : электронный // RUSTOCKS: [сайт]. — 2008. — 13 июн. — URL: <http://rustocks.ru/index.phtml/Pressreleases/0/7/14704?filter=2008-06> (дата обращения: 14.04.2026).
151. Top M&A trends — Текст : электронный // McKinsey & Company : [сайт]. — 2026. — 13 фев. — URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/top-m-and-a-trends> (дата обращения: 11.03.2026)

152. Trautwein, F. Merger Motives and Merger Prescriptions / F. Trautwein // Strategic Management Journal. — 1990. — № 11 (No. 4, May/June). — С. 283-295.
153. Tuch, C. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence / C. Tuch, N. O'Sullivan // International Journal of Management Reviews. — 2007. — 9(2) — С. 141–170.
154. Tunyi, A. A. Revisiting acquirer returns: Evidence from unanticipated deals / A. A. Tunyi // Journal of Corporate Finance. — 2021. — Т.66(1). — С. 122–127. — <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101789>
155. United States Steel Corporation Acquires Outstanding Interests in Clairton 1314B Partnership — Текст : электронный // United States Steel Corporation: официальный сайт. — 2008. — 31 окт. — URL: <https://uss.mediaroom.com/index.php?s=32722&item=111675> (дата обращения: 14.04.2026).
156. Weston, J. F. Mergers, Restructuring and Corporate Control / J. F. Weston, S. E. Hoag. — New York : Prentice Hall, 2020. — 768 с. — ISBN 978-0-13-489455-3

Приложение 1 – Акт о внедрении (ООО «ЕВРАЗ»)



16.03 2026 № 1531

Александр Кузнецов
Виде-президент
по корпоративной стратегии
и управлению результативностью
тел.: +7 (495) 933-58-76
факс: +7 (495) 232-19-25

АКТ

О внедрении результатов диссертационного исследования на соискание ученой степени кандидата экономических наук Клеванского Вадима Феликсовича на тему:
«Разработка инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально-интегрированных промышленных холдингов (на примере отрасли горнодобычи и металлургии)»

Настоящим удостоверяем, что положения диссертационного исследования В.Ф. Клеванского внедрены в деятельность ООО «ЕВРАЗ» и применяются в целях повышения эффективности бизнес-процессов заключения сделок M&A. В состав внедренных инструментов входят:

- RIF-мониторинг: расчет риск-индикатора FoMO для выявления «волн слияний» и связанных с этим поведенческих рисков.
- Чек-листы самоконтроля: набор вопросов для инициаторов сделок, помогающий выявлять и нивелировать эффекты FoMO.
- Механизм «санкционированного оппонирования»: для крупных M&A-проектов, инициированных высшим руководством – привлечение специальных рабочих групп («разрушителей сделки») для независимой проверки и стресс-тестирования экономических моделей (с целью компенсации отсутствия критики со стороны подчиненных).
- Применение альтернативных негативных сценариев: при выявлении факторов FoMO, внедрение в процесс согласования сделок практики сопоставления потенциальной выгоды (NPV проекта слияния или поглощения) и возможных потерь (снижение стоимости компании-покупателя в случае заключения сделки и последующем наступлении негативного сценария).


 А.В.Кузнецов

Приложение 2 – Акт о внедрении (ООО «Распадская Угольная Компания»)



АКТ

О внедрении результатов диссертационного исследования на соискание ученой степени кандидата экономических наук Клеванского Вадима

Феликсовича на тему:

«Разработка инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально-интегрированных промышленных холдингов (на примере отрасли горнодобычи и металлургии)»

Настоящим подтверждаем, что результаты диссертационного исследования В.Ф. Клеванского внедрены и используются в бизнес-процессах ООО «Распадская Угольная Компания» для повышения эффективности хозяйственной деятельности, в частности следующие инструменты:

- Мониторинг RIF: расчет интегрального индикатора для раннего предупреждения перегрева рынка и активации поведенческих рисков.
- Чек-листы самоконтроля: перечни контрольных вопросов для инициаторов сделок, направленные на идентификацию и преодоление факторов FoMO (страх отстать от конкурентов, упустить уникальную сделку, доступность фондирования и др.).
- Институт «санкционированного оппонирования»: создание независимых рабочих групп «разрушителей сделки» для критического стресс-тестирования экономических моделей в крупных M&A сделках, согласованных на уровне «первых лиц» (в связи с низкой вероятностью возражений такой сделке со стороны сотрудников компании).
- Использование альтернативных негативных прогнозов в бизнес-процессах подготовки сделок для сопоставления «выгоды» (NPV проекта приобретения) и «риска» (величина снижения EV компании-покупателя в случае заключения сделки и реализации негативного сценария).

**Вице-президент по стратегии
и развитию бизнеса**



К.В.Дзюбенко

Общество с ограниченной ответственностью «Распадская угольная компания»
пр. Курако, д. 33, г. Новокузнецк, Кемеровская область – Кузбасс, Россия, 654006
тел. (3843) 99-71-13, факс (3843) 99-73-77, e-mail info_ruk@raspadskaya.ru,
ОГРН 1154253003750, ОКПО 26635687, ИНН /КПП 423029657/425301001 www.raspadskaya.com

Приложение 3 – Справка о внедрении (НИТУ МИСИС)



УТВЕРЖДАЮ

Проректор по науке и инновациям

М.Р. Филонов

2026 г.

СПРАВКА О ВНЕДРЕНИИ РЕЗУЛЬТАТОВ НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЫ В УЧЕБНЫЙ ПРОЦЕСС

Настоящей справкой подтверждаем, что предложенные аспирантом Клеванским Вадимом Феликсовичем инструментарий оценки и повышения эффективности хозяйствования на предприятиях промышленности при сделках слияний и поглощений внедрены в учебный процесс Института экономики и управления промышленными предприятиями (ЭУПП) им. В.А. Роменца.

Предложенный в исследовании новый инструментарий используется в учебном процессе по следующим дисциплинам:

- «Комплексный анализ хозяйственной деятельности предприятия» и «Финансовый менеджмент» при подготовке по образовательным программам бакалавриата и магистратуры (направление подготовки 38.03.01 «Экономика», 38.03.02 «Менеджмент», 38.04.02 «Менеджмент»);

- «Investment management and mergers and acquisitions» при подготовке по образовательным программам магистратуры (на английском языке) (направление подготовки 38.04.02 «Менеджмент»);

Предложенные В. Ф. Клеванским разработки обладают научной новизной. Их использование в учебном процессе способствует повышению качества и результативности учебного процесса в условиях цифровой экономики.

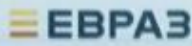
Заведующий кафедрой цифрового
менеджмента и инноватики

Е.Н. Елисеева, доцент,
кандидат экономических наук

Заведующий кафедрой цифрового
менеджмента и инноватики

А. В. Жагловская, доцент,
кандидат экономических наук

Приложение 4 – Справка о предоставлении доступа к базе данных о сделках слияния и поглощений (ООО «ЕВРАЗ»)

 Александр Кузнецов
Вице-президент
по корпоративной стратегии
и управлению результативностью
тел.: +7 (495) 933-58-76
факс: +7 (495) 232-19-25

02 № 02.08.2026

СПРАВКА
О предоставлении доступа к базе данных о сделках слияний и поглощений

Настоящим удостоверяем, что в целях проведения эмпирического исследования в рамках научного исследования и написания диссертации по научной специальности 5.2.3 на тему «Разработка инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов (на примере горно-металлургической отрасли)» аспиранту НИТУ МИСИС В. Ф. Клеванскому был предоставлено право пользования базой данных об экономической и хозяйственной деятельности в ходе сделок слияний и поглощений в горно-металлургической отрасли, с ограниченным доступом, с полным правом открытой публикации новых научных результатов, полученных на основе исследования предоставленных данных в базе.


 **А.В. Кузнецов**

Общество с ограниченной ответственностью «ЕВРАЗ», ул. Беловешская, д. 4, г. Москва, Россия, 121353,
ОКПО 61263005, ОГРН 1027739147138, ИНН 7701225358, КПП 660850001, www.evtaz.com