

Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего
образования

«Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС»

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)

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Научный руководитель

доктор экономических наук, доцент

Митенков Алексей Владимирович

Москва - 2026

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

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, объем 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 государство.

В Послании Федеральному Собранию от 29 февраля 2024 года Президентом РФ сформулированы цели в части роста инвестиций: «к 2030 году объем инвестиций в ключевых отраслях должен прибавить 70 процентов», и развития российского фондового рынка: «его капитализация к 2030 году должна удвоиться по сравнению с нынешним уровнем и составить 66 процентов ВВП»². Во исполнение поручения Президента было выпущено Информационное письмо Банка России от 13.01.2025 № ИН-02-28/68³, рекомендующее 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

¹Рынок 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).

² 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.

³ 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).

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 инвесторов⁴. Особого внимания требуют потенциальные отрицательные последствия от сделок слияний и поглощений 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.

⁴ 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)

Методологией оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности предприятий при слиянии и поглощении занимались следующие ученые: Ванстинкесте К., Фама Ю. Ф., Игнатъев Е. Л., Карелина М. Г., Крыхтин В. Б., Котари С. П., Квока Дж., Махортов А. И., Проскурин С. С., Реннебуг 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 исследования⁵. 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).

Объектом исследования являются вертикально интегрированные промышленные холдинги.

Предметом исследования являются организационно-экономические отношения, возникающие в процессе оценки и повышения эффективности хозяйственной

⁵ 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)

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.

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав и заключения.

Во введении обоснована актуальность темы исследования, определена степень ее разработанности, сформулирована гипотеза, определены предмет и объект исследования, зафиксирована цель и поставлены задачи для ее достижения. Представлена методологическая основа исследования, раскрыта его научная новизна, теоретическая и практическая значимость, сформулированы положения, выносимые на защиту.

В первой главе (Теоретико-методологические основы анализа проблем промышленного развития в части оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений) произведена классификация макроэкономических эффектов сделок слияний и поглощений, затронута

роль слияний и поглощений в контексте реализации поручения Президента РФ в отношении роста инвестиций и повышения капитализации фондового рынка. Отмечены потенциальные негативные последствия сделок слияний и поглощений, проистекающие из низкой эффективности данных сделок, зафиксированной научными исследованиями. Выявлен факт противоречивости результатов, получаемых при использовании краткосрочных методов оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений (в том числе метода Cumulative Abnormal Returns, или CARs). В результате анализа способов оценки целесообразности планируемых сделок слияний и поглощений, сделан вывод о необходимости разработки и применения альтернативных методов оценки эффективности, приближенных к практике принятия решений руководством предприятий-покупателей, с целью разработки инструментов повышения их эффективности.

Во второй главе (Развитие методических основ для нового инструментария оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений с учетом долгосрочного горизонта инвестирования в рамках сделок слияний и поглощений) предложены идеи новых подходов к оценке эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, отталкивающиеся от целевых установок руководителей предприятий-покупателей, в частности, от ожидания «среднесрочной доходности» при реализации интеграционных мероприятий, а также от целевых установок акционеров, заключающихся в «долгосрочной окупаемости» сделанных вложений. Предложено применение комплексного подхода, отсутствующего на данный момент в подавляющем большинстве исследований, заключающегося в том, что полученные статистические закономерности должны быть подкреплены индивидуальным исследованием сделок, попавших в выборку. В предлагаемых новых методах оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений предложено использование покупной цены приобретаемых активов для измерения окупаемости сделанных инвестиций, что приводит к формуле ROI (англ. Return on Investment). Разработана и апробирована методика оценки, основанная на разработанных формулах Интеграционного и Долгосрочного ROI. Индивидуально рассмотрены наиболее убыточные сделки, выявлены характерные объединяющие их особенности с целью разработки практических инструментов повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

В третьей главе (Разработка и апробация новых инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и

поглощений в вертикально интегрированных промышленных холдингах) впервые в перечень поведенческих факторов, влияющих на результативность сделок слияний и поглощений, введен фактор FoMO (Fear of Missing Out), или «страх упущенных возможностей (выгоды)». Разработаны инструменты повышения эффективности сделок, включающие в себя интегральный Риск-индикатор «страха упущенной выгоды» (сокращенно «RIF», из первых букв английского «Risk Indicator of FoMO»), чек-лист самоконтроля руководителей предприятий, механизм «санкционированного оппонирования», экономический расчет последствий реализации негативных сценариев в сравнении с чистой приведенной стоимостью проекта слияния или поглощения, предложен и апробирован алгоритм их применения.

В заключении приведены основные выводы и результаты исследования, направления дальнейшего исследования.

III. НАУЧНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И НАУЧНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Инструменты оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности должны быть основаны на анализе изменения экономических показателей предприятия-покупателя «до» и «после» сделки, который учитывает реальные прикладные критерии успешности таких сделок с точки зрения руководителей и собственников предприятий.

Сделки слияний и поглощений могут выступать катализатором экономического роста, способствуя перераспределению ресурсов, притоку инвестиций, технологий и стимулированию инновационной активности.

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 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.Мюллера и др., в рамках которого было исследовано более 12 000 сделок слияний и поглощений за период 20 лет. Данное исследование показало, что, в результате этих сделок, совокупный краткосрочный убыток

акционеров компаний-приобретателей составил 218 миллиардов долларов⁶. Эмпирически доля неудачных сделок оценивается на уровне выше 50%⁷.

О размере потенциального эффекта слияний и поглощений позволяет судить информация о совокупных объемах сделок слияний и поглощений на российском рынке (см. Таблицу 1).

Таблица 1 - Объемы российского рынка сделок слияний и поглощений⁸

	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

Несмотря на существенные объемы сделок, объективно оценить их возможную суммарную неэффективность и потенциальный макроэкономический эффект довольно сложно, в связи с противоречивостью существующих методов измерения эффективности сделок слияний и поглощений. В исследовании проведен анализ распространенности различных методов расчета эффективности данных сделок, установлено превалирование краткосрочного метода измерений – накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs), используемого в более чем 50% исследований (133 работы из 254).

Использование краткосрочного метода CARs для оценки долгосрочной эффективности сделок слияний и поглощений может привести, как минимум, к неточным результатам. Данный метод содержит ряд концептуальных ограничений и методологических проблем. В первой главе, на основе анализа результатов 133 работ, указанных выше, и более 20 работ, содержащих критику различных аспектов метода накопленной избыточной доходности, впервые в научной литературе систематизированы недостатки метода CARs с точки зрения оценки результатов сделок слияний и поглощений:

1. Многофакторность интеграционных процессов и низкая предсказуемость долгосрочного результата сделки;
2. Методологическое несовершенство:
 - Проблема определения даты события;
 - Проблема определения размера «окна» событий;

⁶ 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).

⁷ 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.

⁸ Рынок слияний и поглощений в России в 2025 г: аналит. отчёт — Текст : электронный / Kept.— Москва : Kept, 2026. — 78 с. — URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2026/02/ru-kept-ma-2025-survey.pdf> (дата обращения: 11.03.2026).

- 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 предприятий-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 предприятия-покупателя.

Делается вывод, что 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, проведен анализ научной литературы, содержащей опросы специалистов и руководителей проектов слияний и поглощений, и проанализированы подходы к обоснованию решений менеджментом предприятий. 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, 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 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 снижают доверие руководителей предприятий к результатам и рекомендациям научных исследований, основанных на наиболее распространенных методах исследования слияний и поглощений, что, в свою очередь, не способствует внедрению научных работ в практической деятельности и, соответственно, росту эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

2. Для оценки эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности целесообразно применение показателя ROI, с последующим исследованием 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.

При разработке методических основ ретроспективной оценки эффективности сделок слияний и поглощений, исходным тезисом выступает положение о том, что любая сделка слияний и поглощений является результатом попытки предсказать будущее, материализованной в инвестиционном решении, базирующемся на моделях дисконтированных денежных потоков (ДДП).

На основе изучения научной литературы, содержащей анализ мотивов руководителей предприятий и практиков слияний и поглощений, сформулированы две ключевые гипотезы:

1. Гипотеза среднесрочной доходности: менеджмент, принимая решение о сделке, ожидает получить положительный эффект в виде роста операционной прибыли, который должен проявиться по истечении примерно двух лет, когда завершатся основные интеграционные процессы и будут реализованы запланированные синергии.

2. Гипотеза долгосрочной окупаемости: планируемый рост доходов в последующие годы должен полностью окупить затраты на совершенную сделку, что соответствует логике оценки любых инвестиций.

Исходя из этих гипотез, автором предложен новый подход: оценивать эффективность сделки, не пытаясь исключить повлиявшие на ее результат не относящиеся к сделке внешние обстоятельства, что методологически затруднительно, а измеряя степень достижения запланированного руководителями предприятий-покупателей результата, с учетом всех внешних и внутренних факторов. Успех или провал сделки, таким образом,

определяется приростом прибыли предприятия-покупателя, и отношением этого прироста к произведенным инвестициям (цене сделки).

На основе представленных выше гипотез разработаны два ключевых инструмента ретроспективного анализа эффективности сделок слияний и поглощений⁹:

1. **Формула «Интеграционного ROI»:** рассчитывается как отношение суммарного превышения EBITDA предприятия-покупателя за 2 года после сделки над EBITDA года закрытия сделки, к цене сделки. Показатель отражает величину полученных синергий после завершения интеграции. В данном случае предлагается формула:

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

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.

2. **Формула «Долгосрочного ROI»:** рассчитывается как отношение суммарного превышения EBITDA за 5 лет после сделки к цене сделки, характеризуя возврат на инвестированный капитал.

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

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 – дата 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 периодов¹⁰),

⁹ В предлагаемых формулах дисконтирование не применяется

¹⁰ Период 5 лет выбран в целях отражения текущих ожиданий руководителей предприятий по сроку окупаемости инвестиций, исходя из средних показателей Капитализации/EBITDA российских вертикально интегрированных холдингов в отрасли черной металлургии и угледобычи за 2023-2025 годы.

EBITDA (рус. ЕБИТДА) - операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации, Р – цена сделки.

Интеграционный ROI и Долгосрочный ROI, являясь относительными показателями, доступны к сравнению в рамках различных статистических выборок сделок, отраслей и компаний-покупателей. В ходе сравнения результаты расчетов анализируются, исходя из предпосылки случайности отклонения результатов относительно средних. Данная случайность объясняется многофакторностью процессов заключения сделки и получения связанных с ней экономических эффектов, где отклонение каждого из множества факторов влечет за собой отклонение прибыли от целевого значения. Соответственно, изучение сделок, близких к среднему значению эффективности, будет являться попыткой систематизировать случайные факторы, что имеет низкую исследовательскую продуктивность. Поэтому, для выявления закономерностей, следует изучать находящиеся на «хвостах» нормального распределения экстра-прибыльные и экстра-убыточные сделки (см. рисунок ниже), где факторы успеха или неудачи сделки должны быть более ярко выражены и есть вероятность найти объединяющие их закономерности. Это позволяет сфокусировать исследование на выявлении устойчивых детерминант успеха и неудач выбранных сделок, а также сделать результаты исследования более наглядными и убедительными в целях последующего практического внедрения.

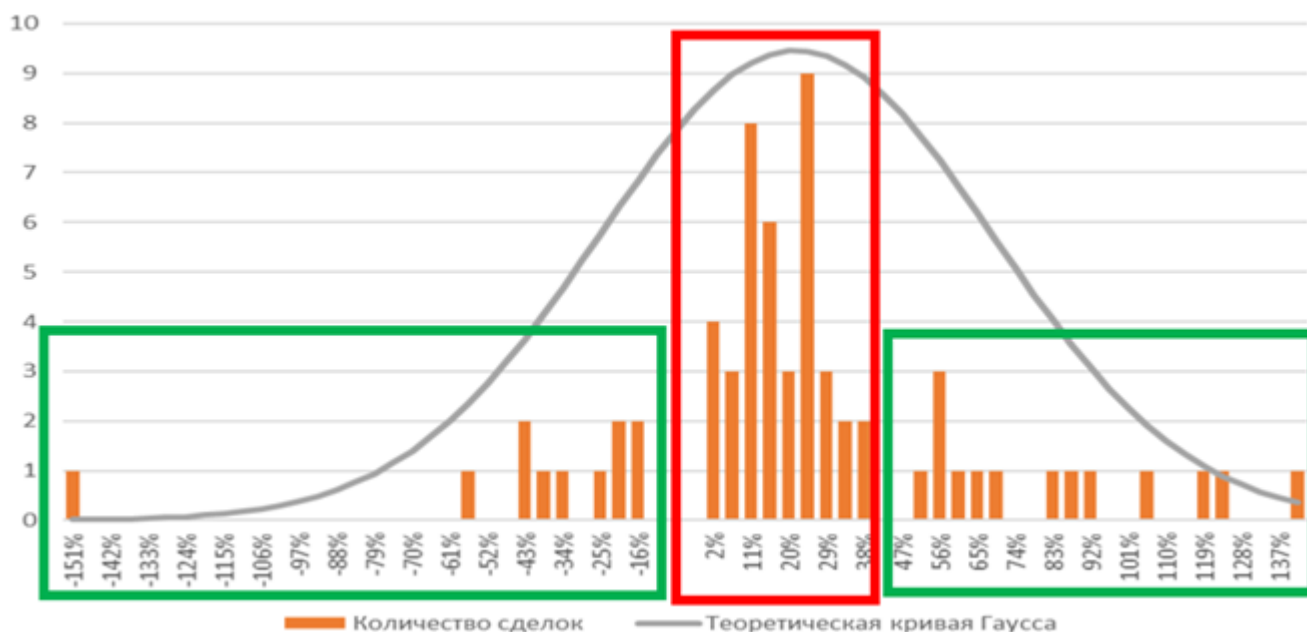


Рисунок 1 – График ROI по формуле (2) для 1 года после сделки для 63 компаний США*. График иллюстрирует принцип изучения экстра-прибыльных и экстра-убыточных сделок (обведены зеленой рамкой). Сделки, близкие к средним значениям (обведены красной рамкой) и экстра-прибыльные сделки в рамках работы не изучаются.

* Разработано автором на основе собственных расчетов

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 настоящем исследовании в качестве экстра-убыточных сделок изучаются сделки, имеющие отрицательные показатели Интеграционного и Долгосрочного ROI по формулам (1) и (2) выше. Экстра-прибыльные сделки в данной работе не рассматриваются, однако, для будущих исследований, можно предложить изучать в данном качестве сделки, соответствующие показатели которых находятся на расстоянии одного или двух стандартных отклонений от среднего значения по всей выборке сделок, добавив при этом в формулы (1) и (2) коэффициенты дисконтирования.

В целях реализации задач исследования использована эмпирическая база данных с деперсонализированным массивом внутренней отчетности вертикально интегрированных холдингов горно-металлургической отрасли РФ и мира. Доступ к первичным данным был ограничен рамками соглашения о конфиденциальности (Non-disclosure agreement), что обусловило необходимость агрегирования сведений и исключения прямой идентификации источников базы данных. Произведена выборка данных по публичным вертикально интегрированным холдингам горно-металлургической отрасли США, совершившим сделки за период 1984-2018 гг. Критерии отбора (сумма сделки более \$50 млн, оплата денежными средствами) обеспечили репрезентативность и возможность корректного сопоставления данных: проверка предложенных подходов к оценке эффективности сделок произведена на итоговой выборке из 63 сделок.

Эмпирические расчеты подтвердили выдвинутые гипотезы:

- Распределение показателей как Интеграционного, так и Долгосрочного ROI визуально близко к нормальному распределению (кривой Гаусса). Это подтверждает гипотезу случайного отклонения результатов от среднего и обосновывает целесообразность фокусировки на «экстремальных» сделках.
- Показатель Долгосрочного ROI (накопленное превышение EBITDA за 5 лет по отношению к цене сделки) в среднем по выборке превысил 100% от цены сделки, что свидетельствует об оправданности инвестиций в долгосрочном горизонте для большинства исследованных компаний.

На основе разработанных критериев (отрицательные показатели ROI по формулам (1) и (2)) сформирована выборка «экстра-убыточных» сделок для углубленного анализа. Дополнительный анализ показал концентрацию таких сделок в периоды завершающих этапов «волн слияний», что привело к выводам о влиянии «страха упущенной выгоды»

(Fear of Missing Out, или FoMO) на принятие решений об «экстра-убыточных» сделках, что предопределило последующий негативный результат инвестиций.

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 эффективности, учитывающих фактор «страха упущенной выгоды» (FoMO).

В работе впервые вводится в научный оборот, применительно к сделкам слияний и поглощений, концепция «страха упущенной выгоды» (англ. FoMO – Fear of Missing Out). На основе анализа литературы и дедуктивного метода обосновано, что сделкам слияний и поглощений органически присущи условия, провоцирующие данный поведенческий эффект:

- Дефицит предложения – уникальность и ограниченность доступных для приобретения активов, что усиливает страх упустить стратегически важную 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 недооцениваются. Это позволяет по-новому интерпретировать природу многих неудачных сделок, ранее объяснявшихся исключительно субъективными

качествами руководителей, а также выработать меры противодействия, способствующие выявлению факторов FoMO и их нейтрализации.

В продолжение данных выводов, в работе предложен количественный подход к идентификации периодов повышенного риска воздействия FoMO.

Автором разработан интегральный Риск-Индикатор FoMO (RIF), представляющий собой сумму четырех компонентов, которые выступают прокси-показателями условий, активирующих FoMO:

$$RIF_t = Q_t + C_t + T_t + M_t \quad (3)$$

где Q_t – компонент количества сделок (измеряет, в годах, продолжительность «волны слияний» и связанного с этим информационного давления на руководителей компаний в соответствующей отрасли);

C_t – 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 – 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 – компонент цен, измеряющий продолжительность ценового тренда на ключевую продукцию отрасли;

t – год измерения.

На основе эмпирико-статистических наблюдений в рамках сформированной 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».

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

Выборка из 33 сделок российских вертикально интегрированных горно-металлургических холдингов выявила 11 экстра-убыточных сделок – то есть сделок,

имеющих отрицательные показатели Интеграционного и Долгосрочного ROI. Расчет RIF и показателя «мега-сделок» показал, что 8 из 11 выявленных экстра-убыточных сделок были заключены в периоды, следовавшие за достижением экстремальных значений индикатора ($RIF \geq 7$), либо после заключения «мега-сделок». Это подтверждает практическую диагностическую ценность предложенного инструмента для повышения эффективности деятельности в рамках слияний и поглощений, см. таблицу 2.

Таблица 2 - Экстра-убыточные сделки российских компаний черной металлургии

	Сделка	Год сделки	Затраты на приобретение (млн долл. США)	Цена актива в последующем, (млн долл. США)	Оценочные потери ¹¹ , (млн долл. США)
1	Сделка 1	2007	979,59	44	935,59
2	Сделка 2	2008	400,00	Нет данных	-
3	Сделка 3	2008	571,09	0	571,09
4	Сделка 4	2008	2 328,66	500	1 828,66
5	Сделка 5	2008	2 148,75	278	1870,75
6	Сделка 6	2008	1 200,00	1 209	491,00
7	Сделка 7	2009	500,00		
8	Сделка 8	2011	24,00	0	24,00
9	Сделка 9	2011	537,00	0	537,00
10	Сделка 10	2012	11,70	Нет данных	-
11	Сделка 11	2013	158,06	14	144,00

* Зеленым цветом отмечены сделки, которые были заключены в периоды, следовавшие за достижением величин индикатора значений, близких к экстремальным ($RIF \geq 7$), либо после заключения «мега-сделок».

На основе предложенных подходов, автором разработан и представлен алгоритм применения разработанных инструментов в бизнес-процессе вертикально интегрированного промышленного холдинга по повышению эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений, рисунок 2.

¹¹ Анализ проведен на основе доступных данных, при этом в диссертации приведен детальный расчет по каждой сделке. Потери обозначены как «оценочные» в связи с недоступностью информации о полученной прибыли за период владения предприятием и условиях сделки при продаже

Рисунок 2 - Алгоритм бизнес-процесса оценки и повышения экономической эффективности хозяйственной деятельности (с применением новых инструментов) при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов

Апробация предложенного алгоритма проведена методом имитационного эксперимента (на ретроспективных данных) на примере 11 экстра-убыточных сделок российских компаний черной металлургии, представленных ранее в таблице 2. Анализ публично доступной информации показал, что большинство этих сделок впоследствии привели к существенным потерям: активы продавались со значительным дисконтом, консервировались или обесценивались. При этом, в момент заключения сделок, помимо позитивных консенсус-прогнозов, существовали альтернативные прогнозы инвестиционных банков. Осознание руководителями предприятий-покупателей факторов FoMO, а также предусмотренное алгоритмом использование негативных прогнозов в расчетах потенциального убытка и снижения стоимости предприятия-покупателя при совершении сделки, могли бы предотвратить часть неудачных транзакций. Совокупный потенциальный экономический эффект от предотвращения даже части этих сделок, по оценкам автора, мог бы составить от 24 млн до более чем 6 млрд долларов США.

IV. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Результаты исследования позволили достичь цели и решить научную задачу разработки инструментов оценки и повышения эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений вертикально интегрированных промышленных холдингов (на примере горно-металлургической отрасли).

Получены следующие итоги и выводы:

1. Доказана нецелесообразность использования традиционных методов краткосрочного событийного анализа для оценки эффективности промышленных сделок слияний и поглощений.
2. Разработаны альтернативные методические подходы к ретроспективной эмпирико-статистической оценке эффективности сделок, базирующиеся на формулах Интеграционного и Долгосрочного ROI.
3. Получены эмпирические признаки, указывающие на близость распределения результатов сделок слияний и поглощений к нормальному, обоснован фокус на исследовании «экстремальных» отклонений.
4. Идентифицирован и введен в научный оборот применительно к сделкам слияний и поглощений поведенческий фактор «Страх упущенной выгоды» (FoMO).
5. Разработан и апробирован алгоритмизированный инструментарий оценки рисков — интегральный Риск-индикатор FoMO (RIF).
6. Разработан алгоритм и практические рекомендации по повышению эффективности хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений.

Направлениями продолжения исследования данной проблемной области экономики промышленности 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 показателей ROI с целью выявления средних значений для сделок слияний и поглощений 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 применительно к сделкам слияний и поглощений, с апробацией Риск-индикатора FoMO на различных рынках и в различных отраслях, с его последующей дополнительной калибровкой.

V. СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в изданиях, рекомендованных ВАК Минобрнауки РФ

1. Митенков, А. В., Клеванский, В. Ф. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений / // Экономика промышленности. — 2024. — № 17(2). — С. 115-127. — <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>. (Вклад автора -50%).

2. Митенков, А. В., Клеванский, В. Ф. Разработка новых подходов к прогнозированию и оценке эффективности сделок слияния и поглощения // Экономика промышленности. — 2025. — Т. 18 (2). — С. 254-264. — <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>. (Вклад автора -50%).

3. Клеванский, В. Ф., Митенков, А. В. Аспекты FoMO как новый фактор влияния на эффективность хозяйственной деятельности при сделках слияний и поглощений в промышленности / // Финансовый менеджмент. — 2026. — № 2. — С. 84-92. (Вклад автора -50%).

4. Клеванский, В. Ф. Изучение поведенческих аспектов для повышения эффективности хозяйственной деятельности в сделках // Вестник МИРБИС. — 2026. — № 1. — С. 127–133. (Вклад автора -100%).

5. Клеванский, В. Ф., Митенков, А. В. 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. (Вклад автора -50%).

Статьи в научных и практикоориентированных журналах, сборниках научных трудов конференций, индексируемых в РИНЦ

6. Клеванский, В.Ф. Недостатки метода краткосрочного событийного анализа при оценке экономической эффективности сделок слияний и поглощений в промышленности / В. Ф. Клеванский // Инновации и интеграция: новые горизонты науки: сборник статей IV Международной научно-практической конференции. — Саратов: НОП «Цифровая наука». — 2026. — С. 143-156. (Вклад автора -100%).

7. Клеванский, В. Ф., Митенков, А. В. Пути повышения практической ценности исследований эффективности слияний и поглощений / // Экономика, управление и финансы: новые подходы и решения: Тезисы докладов и выступлений II Всероссийской (с международным участием) научно-практической конференции, (11–12 февраля 2026 года) / ФГБОУ ВО «ДонГУ» [и др.]; Ред. кол: А.Н. Химченко (отв.ред.) [и др.]. — Донецк: ДонГУ, 2026. — С. 245-248. (Вклад автора -50%).