

<https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>

Разработка новых подходов к прогнозированию и оценке эффективности сделок слияния и поглощения

А.В. Митенков¹ , В.Ф. Клеванский^{1,2}

¹ *Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС»,
119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация*

² *ООО «ЕВРАЗ», 121353, Москва, ул. Беловежская, д. 4, блок «В»*

 amit-77@mail.ru

Аннотация. В статье рассмотрена проблема противоречивости и недостаточной точности количественных методов, применяемых при анализе сделок слияний и поглощений. Авторы отмечают, что критерии эффективности заключенных сделок, используемые большинством исследователей, не соответствуют реальным факторам, которые учитываются руководством компаний при принятии решений о сделке. Это приводит к разрыву между теоретическими разработками и их практическим применением, а также ограничивает внедрение научных результатов в практику. В работе исследованы и идентифицированы основные недостатки наиболее распространенных методов анализа: накопленной избыточной доходности (Cumulative Abnormal Returns, или CARs) и избыточной доходности покупки и удержания (Buy and Hold Abnormal Returns, или BHAR), а также впервые предложены гипотезы среднесрочной доходности и долгосрочной окупаемости, отражающие критерии прогноза успешности сделок слияний и поглощений с позиции менеджмента. Разработаны новые подходы к статистическому анализу рынка слияний и поглощений, позволяющие выявлять сделки, результаты которых существенно отличаются от средних показателей в ту или иную сторону.

Дальнейшая разработка и эмпирическая проверка предложенных подходов могут способствовать внедрению новых методик оценки эффективности слияний и поглощений, а также созданию на их основе отраслевых и универсальных рекомендаций для руководителей компаний-покупателей.

Ключевые слова: сделки слияний и поглощений, оценка эффективности, прогнозирование бизнеса, оценка изменений бизнеса, структурные изменения в промышленности, управление изменениями, инструменты стратегического планирования

Для цитирования: Митенков А.В., Клеванский В.Ф. Разработка новых подходов к прогнозированию и оценке эффективности сделок слияния и поглощения. *Экономика промышленности*. 2025;18(2):254–264. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>

Development of new approaches to forecasting and evaluating the effectiveness of mergers and acquisitions

A.V. Mitenkov¹ , V.F. Klevansky^{1,2}

¹ *National University of Science and Technology “MISIS”,
4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation*

² *EVRAZ, 4-B Belovezhskaya Str., Moscow 121353, Russian Federation*

 amit-77@mail.ru

Abstract. The article touches upon the problem of inconsistencies and insufficient accuracy of quantitative methods applied in analyzing mergers and acquisitions. The authors point out that the criteria for the effectiveness of the concluded deals used by the majority of researchers do not conform to the real factors which are not taken into consideration by companies' top managers when making decisions about a deal. This results in the gap between theoretical developments and their practical application and also limits the implementation of scientific

results in practice. The authors study and identify the main disadvantages of the most common analysis methods: Cumulative Abnormal Returns, or CARs, Buy and Hold Abnormal Returns, or BHAR, and also, they suggest hypotheses of medium-term profitability and long-term payback illustrating the criteria of predicting the success of mergers and acquisitions from the viewpoint of management. The authors have developed new approaches to statistical analysis of the market of mergers and acquisitions that allow to identify the deals the results of which differ significantly from the average in one direction or another. Further development and empirical testing of the suggested approaches can provide for the introduction of new techniques of evaluation of effectiveness of mergers and acquisitions, as well as for creation of sectoral and universal recommendations for top managers of the buyer companies on their basis.

Keywords: mergers and acquisitions, evaluation of effectiveness, business forecasting, evaluation of business transformations, structural transformations in industry, change management, strategic planning tools

For citation: Mitenkov A.V., Klevanskiy V.F. Development of new approaches to forecasting and evaluating the effectiveness of mergers and acquisitions. *Russian Journal of Industrial Economics*. 2025;18(2):254–264. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2025-2-1475>

开发预测和评估并购交易有效性的新方法

A.V. 米坚科夫¹  , V.F. 克列万斯基^{1,2}

¹ 国立研究型技术大学 “MISIS”、119049, 俄罗斯联邦莫斯科列宁斯基大街4号1栋

² 俄罗斯耶弗拉兹集团 (Evraz), 121353, 俄罗斯联邦莫斯科别洛维日斯卡亚街4号B栋

 amit-77@mail.ru

摘要: 文章探讨了在分析并购交易时使用的定量方法存在不一致和不够准确的问题。作者指出, 大多数研究人员使用的交易有效性标准与公司管理层在做出交易决策时考虑的实际因素并不相符。这导致了理论研究与实际应用之间的脱节, 并限制了科学成果在实践中的应用。本文研究并确定了最常用的分析方法——累积异常收益率 (CAR) 和购买并持有异常收益率 (BHAR) 的主要缺点, 并首次提出了中期盈利能力和长期回报的假设, 反映了从管理层角度预测并购交易成功与否的标准。开发了新的并购市场统计分析方法, 从而可以识别在某个方向上结果与平均值存在显著性差异的交易。

对所提出方法的进一步开发和实证验证可以促进引入新的评估并购有效性的方法, 并在此基础上为收购方公司的管理者提出部门建议和通用建议。

关键词: 并购交易、有效性评估、业务预测、业务变更评估、产业结构调整、变革管理、战略规划工具

Введение

В научной литературе опубликован ряд работ, посвященных эффективности сделок слияний и поглощений (M&A). Применяемые для оценки эффективности таких сделок методы делятся на статистические, охватывающие в одном исследовании сотни или тысячи сделок и опирающиеся на поведение курсов акций после завершения сделки, и бухгалтерские, основанные на обработке финансовой отчетности компаний, и опирающиеся на опросы менеджмента и социологические методы. Несмотря на широкое применение, существующие методы подвергаются справедливой критике и имеют недостатки, ставящие под сомнение сформированные на их основе выводы и рекомендации. Долгосрочные статистические методы измеряют относительное отклонение акций компании, совершившей сдел-

ку слияния или поглощения, от динамики акций компаний-конкурентов или рынка в целом на относительно длительном промежутке времени: один год и более с помощью, (например метода BHAR – Buy and Hold Abnormal Returns), который критикуют за то, что измеряемые отклонения могут быть вызваны факторами, не относящимися к сделке, а также как в связи с тем, что в течение длительного времени происходит много других влияющих на курс акций событий, так и по причине того, что избираемые для сравнения компании-конкуренты не являются полными аналогами изучаемых компаний-покупателей [1].

Стремление приблизить момент анализа к дате сделки (точнее, объявления о ней), чтобы исключить «шумы», приводит к использованию краткосрочных событийных методов анализа (например, метод CARs – Cumulated Abnormal

Returns), измеряющих отклонение курса акций компании-покупателя от цен акций других компаний (в том числе конкурентов) применяющих различные модели (в частности, модель постоянной ожидаемой доходности, модель ценообразования основных средств, и т.п.), приводящие к превышению пределов статистически ожидаемой доходности в рамках различных моделей.

Отклонение результата от нулевой гипотезы (т.е. получение суммарной аномальной прибыли или убытка всеми участниками выборки) позволяет сделать вывод о влиянии исследуемых факторов на результаты сделок M&A. Недостатком данного подхода является не только широко распространенное использование краткосрочных событийных методов анализа, когда выводы делаются на основе краткосрочных колебаний курсов акций в рамках «окна событий» вокруг объявления о сделке [2], но и его перегруженность эконометрическим аппаратом, что не способствует доверию со стороны участников рынка, и, как итог, – внедрению в практику получаемых результатов.

Подробная критика краткосрочных событийных методов представлена в исследовании авторов [2]. Отметим, что данные методы, используемые более чем в половине исследований, абсолютно не учитывают реальный экономический эффект от сделок, а фокусируются лишь на реакции инвесторов на объявлении о сделке. Попытки проверить в последующем, насколько подтверждаются результаты данных исследований, в большинстве случаев терпят неудачу [3].

Использование бухгалтерских методов), опирающихся на отчетность компаний, задействованных в M&A, является трудоемким ручным способом статистического исследования, что не позволяет проанализировать одновременно сотни и тысячи сделок и выделить эффект сделки M&A от других факторов (валютная волатильность, геополитические события и др.), появившихся с момента сделки до публикации соответствующей отчетности.

В то же время методы опросов менеджмента – очевидно субъективны и могут быть подвергнуты сомнению: сделка, признанная менеджментом удачной, с точки зрения рынка может таковой не оказаться [4].

Таким образом, разработка более объективного и эмпирически подтверждаемого метода оценки эффективности сделок M&A является важной задачей, который приведет к снижению возможных потерь участников данных транзакций.

Цель исследования – разработка новых методов прогнозирования и оценки эффективности сделок M&A.

Обзор литературы

При изучении динамики курса акций или операционных показателей объединенной фирмы в течение двух-трех лет после сделки многие исследования в равной степени показывают, что акционеры компаний-покупателей получают небольшую или вообще не получают положительной прибыли от сделок по поглощению. В частности, это отметили Г. Андраде, М. Митчелл и Е. Стаффорд (G.M.-M. Andrade, M.L. Mitchell, E. Stafford) [5]. Учитывая, что сложность процесса M&A может создать проблемы даже для самых квалифицированных приобретателей, в исследованиях предпринимались попытки найти переменные, которые определяют успех поглощения с точки зрения доходности акционеров или показателей бухгалтерского учета. Л. Реннебург и К. Ванстинкесте (L. Renneboog, C. Vansteenkiste) объясняют доходность сделок M&A, концентрируясь только на одной или нескольких особенностях сделки, управленческих команд, советов директоров или страны [1]. Эти исследователи выделяют и пытаются проверить свои гипотезы (в частности о том, что менеджмент серийных компаний-покупателей, совершающий много сделок подряд, склонен к «высокомерным» и необдуманым решениям) и делают эконометрические измерения эффективности сделок, чтобы статистически доказать правоту своих тезисов. В исследовании Л. Реннебург и К. Ванстинкесте приводится порядка 30 подобных гипотез, результаты проверки которых отличаются во многих исследованиях [2].

Прежде чем оценить результаты деятельности фирмы до объявления о поглощении и после него, важно определить, как правильно измерять результаты ее деятельности. Как отмечают Л. Реннебург и К. Ванстинкесте [1], большая часть исследований по M&A была сосредоточена на эффекте объявления о поглощении с использованием инструментов событийного анализа, которые фиксируют ожидание инвесторами успеха или неудачи поглощений. Основное внимание в исследованиях обычно уделяется краткосрочному влиянию сделки на благосостояние акционеров и в меньшей степени – долгосрочному, что связано с трудностями, возникающими при измерении долгосрочных результатов деятельности.

Также предпринимались попытки измерить доходность акционеров компаний-покупателей на длительных временных промежутках

В частности, после изучения работ Д. Икенберри, Дж. Лаконишока и Т. Вермалена (D. Ikenberry, J. Lakonishok, T. Vermaelen) [6], Б. Барбера и Дж. Лайона (B. Barber, J. Lyon) [7] широко ис-

пользовался подход, известный как «аномальная доходность покупки и удержания» (от англ. «Buy and Hold Abnormal Returns», или BHAR). М. Митчелл и Е. Стаффорд (M. Mitchell, E. Stafford) [8] 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». Привлекательной особенностью использования BHAR является то, что доходность от покупки и удержания больше напоминает реальный инвестиционный опыт инвесторов, что способствует популярности данного метода.

Точное измерение долгосрочной доходности имеет первостепенное значение, поскольку краткосрочная доходность объявлений о сделках часто не отражает в полной мере эффект создания стоимости по причине, что информация о синергии и успехе процесса интеграции становится доступной лишь постепенно (рынок может не полностью предвидеть, например, сопротивление сотрудников или заинтересованных сторон реорганизации из-за культурных различий), или из-за краткосрочного влияния факторов, действовавших на момент сделки, таких как ценовое давление или неэффективность рынка (М. Митчелл, Т. Пульвино, Е. Стаффорд (M. Mitchell, T. Pulvino, E. Stafford) [9]). Такие краткосрочные исследования критикуют, в частности, за то, что они включают в себя выявление небольших эффектов в очень «шумных» данных. Это означает, что краткосрочные «событийные исследования имеют очень низкую точность при рассмотрении отдельных слияний» (Т. Клейн (T. Klein)) [10]. Это говорит о том, что сделанные на основе краткосрочных методик выборки успешных и неэффективных сделок не смогут послужить надежной основой для дальнейших, более точечных исследований конкретных сделок. Дополнительную критику краткосрочных методов можно найти также в работе У. Малмендье и др. (U. Malmendier et al.) [11], сравнивавших краткосрочную и долгосрочную динамику цен акций компаний-покупателей и акций их соперников, проигравших конкурентные процедуры. В результате исследователи пришли к выводу о том, что краткосрочные событийные методы не в состоянии предсказать даже направление долгосрочного экономического эффекта слияний.

Анализ литературы позволяет сделать вывод о том, что, несмотря на глубокую проработанность существующих методов и увеличившееся количество исследований, их результаты оста-

ются противоречивыми [12–14]. Подход, при котором гипотезы проверяются количественными методами без приложения списков отсортированных в результате исследований успешных и неудачных сделок, не позволяет в последующем проверить их достоверность на долгосрочном периоде. Отсутствие указания на конкретные сделки также не дает возможности провести прозрачные и понятные для участников рынка исследования на реальных примерах, т.е. более глубокое изучение отсортированных сделок в целях изучения закономерностей и выработки рекомендаций. Другим недостатком существующих подходов является рост сложности применяемых методов при отсутствии однозначных и неоспоримых результатов. Это может свидетельствовать о неверных подходах, заложенных в основу соответствующих исследований, и поднимает «вопрос о возвращении» к научным истокам исследования вопроса и выработке новых методик к определению эффективности сделок M&A, которые следует эмпирически проверять и применять в дальнейших исследованиях.

Новые подходы к оценке сделок M&A

Слияния и поглощения – попытка предсказать будущее. При разработке объективного метода выявления эффективных сделок M&A необходимо руководствоваться гипотезой о том, что любая такая сделка – это попытка предсказать будущее как минимум на несколько лет вперед. Как показывают исследования и опросы, подавляющее большинство компаний (89 %) при принятии решения о сделке используют метод ДДП (дисконтированных денежных потоков) [15]. Ключевым недостатком данного метода является то, что все расчеты строятся на допущениях будущих денежных потоков, предсказать которые с достаточной точностью возможно только в условиях стабильного и не зависящего от внешней волатильности бизнеса. Но даже и в этом случае бывает сложно предсказать изменение макроэкономических условий (курсы валют, изменения ставок, логистические проблемы при пандемии или из-за вооруженных конфликтов, и т.п.). Модели ДДП также нередко содержат методологические ошибки, приводящие к существенным отклонениям в результатах [16]. Очевидно, что менеджеры и аналитики, участвующие в подготовке решения, не знают точного будущего, а основываются на предположениях. Исследование А. Броневица и др. [17] позволяет оценить эффективность этих предположений, основываясь на доле верных рекомендаций крупнейших российских банков – игроков фондового рынка, ко-

торые они публикуют для своих клиентов: доля таких верных рекомендаций составляет порядка 50 %: 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 M&A 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, – выше 50 %. Исследования, которые приводят к таким результатам, с данной точки зрения не открывают ничего неожиданного.

Критерии успеха сделки

Л. Реннебург и К. Ванстинксте 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?» [1]. Однозначного ответа авторы 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 [18]. В связи с этим, будет полезно подробнее изучить мотивы руководителей фирм-покупателей, а также то, что для них в случае сделок M&A представляет «успех».

Первый ответ на обозначенный Л. Реннебург и К. Ванстинксте вопрос, возможно, заключается в том, что менеджмент готов смириться с краткосрочным падением цены акций своей компании, вызванным реакцией инвесторов на сделку M&A (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 промежутке, так как по расчетам принимающих решение руководителей окупится в последующем.

Можно предположить скепсис менеджмента в отношении гипотезы 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 знает о перспективах своей и приобретаемой

компании больше чем биржевые инвесторы (зачастую 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 одна гипотеза – для формирования нового метода оценки эффективности сделок M&A – 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 M&A, 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 M&A [19], показывает, что одним из факторов успеха подавляющее большинство участников сделок считает завершение всех интеграционных мероприятий компании-покупателя и компании-цели в течение одного года. Еще более значимым фактором для участников опроса является достижение намеченных синергий. Анализ результатов опросов в части сроков интеграции и функций, в которых были достигнуты максимальные синергетические эффекты, дают следующую логику, представленную на рис. 1.

Поскольку 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, рассчитывают получить эффект по истечении второго года после ее завершения и видят в этом критерий ее успеха.

Оценку деятельности менеджмента, в итоге, дают акционеры, ориентируясь на собственный доход. Поэтому можно предположить ожидания со стороны менеджмента некоего возврата на акции, который должны получить акционеры через два года (и более) после заключения сделки. Этот возврат может выражаться как в росте курса акций, так и в дивидендах.

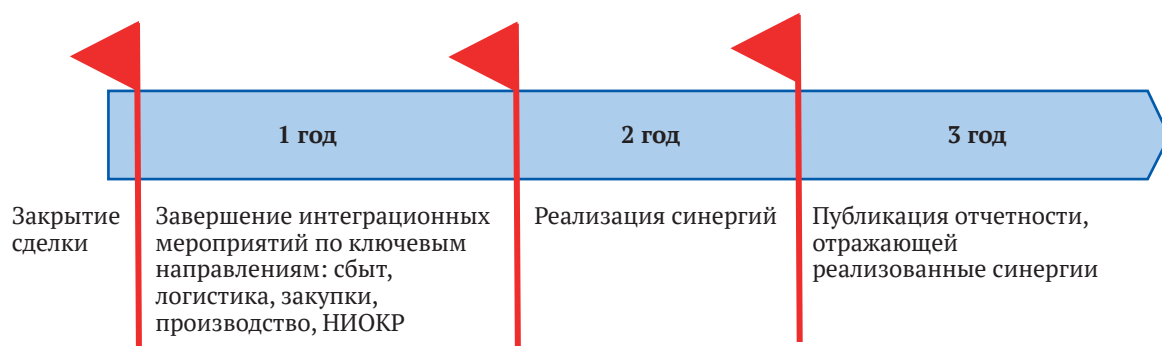


Рис. 1. Реализация синергий в успешных сделках М&А

Источник: разработано авторами на основе [19]

Fig. 1. Realizing synergies in successful M&A

Source: developed by the authors based on [19]

Таким образом, основываясь на изложенном, 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 два года – рост бухгалтерских прибылей, сопутствующий завершению интеграции и получению запланированных синергий, а в последующем – окупающий затраты на сделку рост акций и дивидендов. 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 или отклонение от данных результатов, даже вызванное внешними факторами, характеризует успех или провал сделки, а также степень «прозорливости» либо удачливости менеджмента. Графические иллюстрации этих процессов представлены на рис. 2 и рис. 3.

Выборка из компаний, результат планируемых измерений для которых выйдет за пределы

нормального распределения, далее может послужить базой для более глубокого количественного исследования в целях изучения факторов, повлиявших на результат. Это можно проиллюстрировать следующими графиками. График на рис. 2 исходит из предположения нормального распределения результатов сделок М&А.

Основываясь на понимании того, что заложенные в основание сделок М&А прогнозы менеджмента формируют цену сделки, и 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.

Графическая иллюстрация этого процесса представлена на рис. 3.



Рис. 2. Распределение результатов сделок М&А

Fig. 2. Distribution of M&A transaction results

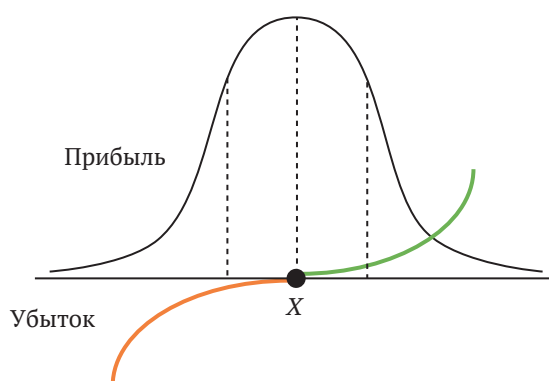


Рис. 3. Распределение финансовых результатов сделок M&A

Fig. 3. Distribution of financial results of M&A transactions

Методология формирования выборки

Основываясь на выдвинутых выше гипотезах, можно предложить следующие количественные методы отбора сделок для последующего более детального исследования. На основе гипотезы среднесрочной доходности необходимо провести 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 Δ . В данном случае предлагается формула

$$\Delta = \frac{\text{EBITDA}(t_2) - \text{EBITDA}(t_1)}{\text{Цена сделки M\&A}},$$

где EBITDA – операционная прибыль до уплаты налога на прибыль, процентов по кредитам и амортизации; t_1 – дата годовой финансовой отчетности компании-покупателя перед сделкой M&A; t_2 – дата финансовой отчетности через два года после завершения сделки M&A.

В данном случае показатель EBITDA предлагается как наиболее часто используемый в сделках M&A, хотя, возможно, дальнейшие исследования потребуют замены на показатели чистой прибыли, 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 авторами предложен новый научный ме-

тод, отличающийся от используемых в научной литературе и практике деятельности: сравнение результатов сделок M&A с самой очевидной и простой альтернативой, а именно – выплатой дивидендов. Компания-покупатель может не совершать такую сделку, а альтернативно распределить цену приобретения компании-цели своим акционерам. Вместо этого компания вкладывает денежные средства в новый актив, ожидая, что данная инвестиция окупится. Для акционера компании-покупателя это должно выражаться либо в увеличении уровня получаемых дивидендов, либо в росте стоимости акций компании-покупателя, либо в комбинации данных источников роста дохода.

Применяя этот подход, успешность сделки для акционера можно оценить, сравнивая цену сделки с последующим дисконтированным дивидендным потоком и используя в качестве терминальной стоимости (англ. – terminal value) разницу в ценах акций компании-приобретателя на дату сделки (или, согласно распространенному в исследованиях событий подходу, на дату объявления о сделке), и на дату измерения результата:

$$\frac{\text{Цена сделки слияния и поглощения}}{\text{Количество акций компании } (t_1)} = \frac{\text{Альтернативный доход владельца одной акции при получении цены сделки M\&A в виде дивиденда.}}{\text{Цена акции при } t_n - \text{Цена акции при } t_1 + \text{Дивиденды на 1 акцию за } N \text{ лет,}}$$

Данный показатель предлагается сравнить с доходом владельца одной акции при владении ею N лет (t_n) после сделки:

$$\text{Цена акции при } t_n - \text{Цена акции при } t_1 + \text{Дивиденды на 1 акцию за } N \text{ лет,}$$

где t_1 и t_n – дата сделки слияния и поглощения и дата подведения итогов через N лет (расчета результатов) сделки слияния и поглощения соответственно.

Сравнение необходимо производить с учетом дисконтирующего фактора.

Данные подходы в первую очередь обращают внимание на доход акционера компании-покупателя, в обеспечении которого заключается цель менеджмента. Первый метод способен отделить сделки, в которых среднесрочные ожидания менеджмента были превышены либо, наоборот, не оправдались. Второй способ позволяет закрепить или опровергнуть первоначальный вывод, ведь если цену сделки было выгоднее распределить в виде дивидендов, то менеджмент, совершая сделку, почти однозначно ошибся. И дело здесь не только в оценке 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 COVID-19 или санкции и геополитическая напряженность в мире. Было бы странно не учитывать все это с точки зрения конечных результатов сделки – во всяком случае, так это сделал 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 описанной выше методики, неудачные сделки M&A – это сделки, для которых расчет по прошествии ряда лет показывает, что их цену акционерам было выгоднее получить в виде дивидендов. При этом удачные сделки – это сделки, для которых полученный впоследствии акционерный доход превысил вложения. Методика позволяет как бы заглянуть в прошлое и задаться вопросом: «Зная все, что случилось потом, совершил бы я эту сделку еще раз? Какие факторы я не учел? Что способствовало успеху?» При этом для анализа в публичном доступе находятся все необходимые данные как о сделках M&A, так и о поведении акций и выплате дивидендов, что делает возможным использование статистически значимых объемов информации.

Результаты и их обсуждение

В случае подтверждения гипотезы о нормальном распределении результатов наиболее перспективным видится последующее исследование сделок, лежащих в крайней левой и крайней правой частях кривой, изображенных на рис. 3: ошибиться в прогнозе может каждый (и избежать небольшой ошибки невозможно – данный тезис характеризуется средней частью графика), однако экономически важнее всего понять, как избежать существенных убытков и как оказаться в числе тех, кто осуществил наиболее успешные сделки. Исследование же средней части кривой, если считать точный прогноз будущих денежных потоков принципиально невозможным, не имеет смысла, так как 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 провести дополнительный анализ бухгалтерской информации в целях подтверждения выводов,

сделанных в результате первичного статистического отбора: об успехе или неэффективности сделки и для определения факторов, объединяющих успешные или неудачные сделки. Также является желательным проведение, по возможности, опроса (либо анкетирования) менеджмента в целях уточнения сделанных выводов и выявления факторов, способствовавших получению достигнутых результатов. Подобное исследование позволило бы сформировать рекомендации, позволяющие избежать ошибок, приводящих к наиболее значительным убыткам.

Следует ли отделять эффект от сделки от влияния внешних факторов?

Предлагаемые подходы не отделяют экономический эффект, вызванный заключенной сделкой M&A, от прочих внешних факторов, что может вызвать вполне обоснованную критику. 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 приводить к ложным выводам. В частности, данную проблему отмечали в своих работах Д. Фисч и др. (J. Fisch et al.) [20] и Т. Дусо и др. (T. Duso et al.) [21] (в отношении метода накопленной избыточной доходности (англ. – CARs)), а также С. Котари и Дж. Уорнер (S.P. Kothari, J.B. Warner) [22] (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 CARs, подробно рассмотренного в предыдущем исследовании авторов [23]. Стремление отделить эффект от сделки от прочих внешних факторов приводит к сужению «окна событий» и даже использованию внутрисдневных отрезков, что, очевидно, не позволяет оценить доходность 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, 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 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» [22]. Однако абсолютно идентичных компаний, одна из которых заключила сделку M&A, а другая – нет, не существует. Тем более нет множества таких компаний – все они так или иначе будут отличаться друг от друга. Поэтому результаты такого рода исследований, очевидно, имеют погрешность. Данную погрешность можно попытаться уменьшить путем ввода 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 M&A как способ предсказать будущее, как было указано выше, и исходить из предпосылки отбора только явных победителей и неудачников таких сделок, то подход можно 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.

Совместить опыт инвесторов и выявление успешных и неудачных сделок может применение предлагаемого авторами альтернативного подхода. Основываясь на гипотезах среднесрочной доходности и долгосрочной окупаемости, следует количественно замерить достижение менеджментом запланированных результатов.

Данный подход, в случае его эмпирического подтверждения, будет иметь значимую практическую ценность с точки зрения менеджмента, так как позволит выявлять закономерности и формулировать рекомендации, основанные на «осязаемых» и прозрачных исследованиях, приближенных к опыту руководителей компаний, принимающих решения о сделках M&A.

Заключение

Предложенные подходы отличаются от широко применяемых ранее в большинстве современных исследований эффективности сделок M&A когда в рамках исследования той или иной гипотезы делается подборка сделок, отвечающих определенным критериям (например, изучаются только трансграничные сделки), и эта подборка обрабатывается с помощью статистических методов.

Предлагаемые новые подходы отличаются тем, что не отделяют факторы, имеющие отношение к сделке, от других факторов, способствовавших получению акционером положительного дохода либо убытка. Данные факторы планируется выявить и исследовать на стадии последующего точечного изучения сделок. В отличие от большинства исследований, используя предлагаемые ранее методы с помощью новой методики можно попытаться 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 учета данных факторов, то это может привести к отклонению фактических результатов от запланированных. Анализ случайности либо предсказуемости данных обстоятельств позволит выделить набор внешних неконтролируемых факторов, которые необходимо принимать во внимание при планировании сделки – это также возможный дополнительный предмет будущих исследований. Такого рода исследования могут быть полезны, так как позволяют шире смотреть на итоги сделок и концентрируются на конечной цели – доходности акционеров.

Авторы допускают, что на первых этапах проверки предлагаемых подходов могут потребоваться их уточнения. В частности, перспективным является дальнейшее исследование сопоставимо-

сти эффекта от сделки с эффектом «дивидендного гэпа» (англ. – dividend gap), при котором цена акций, за которую выплачиваются дивиденды компании, краткосрочно снижается на сумму, примерно соответствующую размеру дивидендов. Если применить аналогию с ««дивидендным гэпом»» к сделкам M&A, то в случае снижения цены в рамках «окна» событий, данное снижение характеризует оценку инвесторами размера переплаты за актив (так как при покупке за справедливую, по их мнению, стоимость, данный актив становится на баланс, и отток средств не должен отразиться на котировках акций компании-покупателя). Со-

ответственно, снижение характеризует размер неочевидных синергий, которые в неявном виде заложены в цену сделки и должны в будущем окупить сделанные вложения.

Предварительный характер выдвинутых гипотез и возможность доработки подходов открывают возможную дискуссию и дальнейшие исследования, которые могут привести к выработке прозрачных количественных методик прогнозирования и оценки эффективности сделок M&A, и как следствие, рекомендаций по устранению потенциальных избыточных рисков и негативных отклонений от запланированного результата.

Список литературы / References

1. Renneboog L., Vansteenkiste C. Failure and success in mergers and acquisitions. *CentER Discussion Paper Series*. 2018. No. 2019-026. 74 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3434256>
2. Митенков А.В., Клеванский В.Ф. Критика метода краткосрочного событийного анализа при оценке эффективности сделок слияний и поглощений. *Экономика промышленности*. 2024;17(2):115–127. <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>
3. Mitenkov A.V., Klevanskiy V.F. Criticism of the short-term event analysis method in evaluating the effectiveness of mergers and acquisitions. *Russian Journal of Industrial Economics*. 2024;17(2):115–127. (In Russ.). <https://doi.org/10.17073/2072-1633-2024-2-1306>
3. Kwoka J., Gu C. Predicting merger outcomes: The accuracy of stock market event studies, market structure characteristics, and agency decisions. *The Journal of Law and Economics*. 2015;58(3):519–543. <https://doi.org/10.1086/684225>
4. KPMG. Unlocking shareholder value: The keys to success, mergers and acquisitions. *Mergers & Acquisitions. Global research report*. 1999. 22 p. Available from: https://imaa-institute.org/docs/m&a/kpmg_01_Unlocking-Shareholder-Value-The-Keys-to-Success.pdf (accessed on 14.01.2025).
5. Andrade G.M.-M., Mitchell M.L., Stafford E. New evidence and perspectives on mergers. *Harvard Business School Working Paper*. May 23, 2001. No. 01-070. 32 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.269313>
6. Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T. Market under reaction to open market repurchases. *Journal of Financial Economics*. 1995;39(s2-3):181–208. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00826-Z](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00826-Z)
7. Barber B., Lyon J. 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)
8. Mitchell M., Stafford E. Managerial decisions and long-term stock price performance. *Journal of Business*. 2000;73(3):287–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.94137>
9. Mitchell M., Pulvino T., Stafford E. Price pressure around mergers. *The Journal of Finance*. 2004;59(1):31–63. <https://doi.org/10.2139/ssrn.318539>
10. Klein T. *Event studies in merger analysis: Review and an application using U.S. TNIC data*. Tinbergen institute discussion paper. TI 2020-005/VII. Amsterdam and Rotterdam: Tinbergen Institute. March, 2020. . 31 p. Available from: <https://papers.tinbergen.nl/20005.pdf> (accessed on 23.01.2025).
11. Malmendier U., Moretti E., Peters F.S. Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *SSRN Electronic Journal*. March 19, 2011. 58 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1787409>
12. Афанасьев В.Я., Любимова Н.Г., Мищеряков С.В., Уколов В.Ф. *Управление экономической эффективностью производственных технологий*. М.: Изд. дом «Научная библиотека»; 2024. 315 с.
13. Жагловская А.В., Елисеева Е.Н. Особенности перехода от цифровой экономики к экономике данных. *Экономическая наука современной России*. 2024;(3):92–104. [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-3\(106\)-92-104](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-3(106)-92-104)
13. Zhaglovskaya A.V., Eliseeva E.N. Features of transition from digital economy to data economy. *Economics of Contemporary Russia*. 2024;(3):92–104. (In Russ.). [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-3\(106\)-92-104](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-3(106)-92-104)
14. Широ́в А.А., Белоусов Д.Р., Блохин А.А., Гусев М.С., Клепач А.Н., Узьяков М.Н. Россия 2035: новое качество национальной экономики. *Проблемы прогнозирования*. 2024;(2(203)):6–20. <https://doi.org/10.47711/0868-6351-203-6-20>
14. Shirov A.A., Belousov D.R., Blokhin A.A., Gusev M.S., Klepach A.N., Uzyakov M.N. Russia 2035: The new quality of the national economy. *Studies on Russian Economic Development*. 2024;35(2):161–170. <https://doi.org/10.1134/S1075700724020151>
15. Mukherjee T.K., Kiyamaz H., Baker H.K. *Merger motives and target valuation: A survey of evidence from*

- Cfos. 2004. 18 p. Available from: <https://ssrn.com/abstract=670383> (accessed on 02.02.2025).
16. Green J., Hand J.R.M., Zhang X.F. Errors and questionable judgments in analysts' DCF models. *Review of Accounting Studies*. 2016;21(2):596–632. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9352-4>
 17. Броневиц А.Г., Косюк Е.Д., Лепский А.Е., Пеникас Г.И. *Исследование конфликтности и детерминант точности прогнозов в рекомендациях российских финансовых аналитиков*. Препринт WP7/2015/10. Серия WP7. М.: Изд. дом. Высшей школы экономики; 2015. 32 с.
 18. Schneider Ch., Spalt O.G. Acquisitions as lotteries? The selection of target-firm risk and its impact on merger outcomes. *Critical Finance Review*. 2017;6(1):77–132. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1572425>
 19. Fuhrer C., Liem R., Zwald D. *Success factors in post-merger integration Deal makers share their recipes for success*. Switzerland, Germany: 'PwC' PricewaterhouseCoopers AG. 2017. Available from: <https://www.pwc.de/de/deals/success-factors-in-post-merger-integration.pdf> (accessed on 27.02.2025).
 20. Fisch J.E., Gelbach J.B., Klick J. The logic and limits of event studies in securities fraud litigation. *Texas Law Review*. 2018;96(3):553–621.
 21. Duso T., Gugler K., Yurtoglu B.B. Is the event study methodology useful for merger analysis: A comparison of stock market and accounting data. *International Review of Law and Economics*. 2010;30((SP II 2006-19)):186–192. <https://doi.org/10.2139/ssrn.931388>
 22. Kothari S.P., Warner J.B. The econometrics of event studies. *SSRN Electronic Journal*. October 25, 2004. 51 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.608601>
 23. Mitenkov A.V., Chupakhin V.V. Conceptualisation of measurability indicators of market actors' interactions for sustainable development. In: *E3S Web of Conferences. Inter. scient. conf. on biotechnology and food technology (BFT-2023)*. Vol. 460(1). No. 02007. December 11, 2023. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202346002007>

Вклад авторов

Митенков А.В. – научное руководство; концепция исследования; развитие методологии; написание исходного текста; итоговые выводы

Клеванский В.Ф. – написание исходного текста; сбор и анализ материала, подготовка, анализ и разработка предлагаемых подходов и гипотез, доработка текста; итоговые выводы

Contribution of the authors

Mitenkov A.V. – scientific guidance; research concept; development of methodology; writing the source text; final conclusions

Klevansky V.F. – writing the source text; collection and analysis of the material, preparation, analysis and development of proposed approaches and hypotheses, revision of the text; final conclusions

Информация об авторах

Алексей Владимирович Митенков – д-р экон. наук, канд. филос. наук, директор института экономики и управления промышленными предприятиями, доцент кафедры экономики, Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС», 119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация; ORCID: <https://orcid.org/000-0003-3146-621X>; e-mail: amit-77@mail.ru

Вадим Феликсович Клеванский – аспирант кафедры экономики института экономики и управления промышленными предприятиями, Национальный исследовательский технологический университет «МИСИС», 119049, Москва, Ленинский просп., д. 4, стр. 1, Российская Федерация; директор по слияниям и поглощениям, ООО «ЕВРАЗ», 121353, Москва, ул. Беловежская, д. 4, блок «В»; e-mail: m2315558@edu.misis.ru

Information about the authors

Alexey V. Mitenkov – Dr.Sci. (Econ.), PhD (Philosoph.), Director of the Institute of Industrial Economics, National University of Science and Technology “MISIS”, 4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation; ORCID: <https://orcid.org/000-0003-3146-621X>; e-mail: amit-77@mail.ru

Vadim F. Klevanskiy – Postgraduate Student of the Department of Economics of the Institute of Economics and Management of Industrial Enterprises, National University of Science and Technology “MISIS”, 4-1 Leninskiy Ave., Moscow 119049, Russian Federation; Director of Mergers and Acquisitions, EVRAZ, 4-B Belovezhskaya Str., Moscow 121353, Russian Federation; e-mail: m2315558@edu.misis.ru

Поступила в редакцию 17.04.2025; поступила после доработки 19.05.2025; принята к публикации 20.05.2025

Received 17.04.2025; Revised 19.05.2025; Accepted 20.05.2025