

DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86

УДК 336.647.648.П22(045)

JEL G34, F36

## Эффективность рынка М&А в России: проблемы и перспективы

Л.Г. Паштова<sup>а</sup>, М.С. Маймулов<sup>б</sup>

Финансовый университет, Москва, Россия

<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5618-5978>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0002-6500-4331>

### АННОТАЦИЯ

**Цель** статьи — исследование эффекта сделок М&А в России для акционеров и инвесторов компании-поглотителя. Поставлены и решены следующие **задачи**: разработка методики оценки эффективности, проведение общего анализа рынка слияний и поглощений в России, разработка рекомендаций на основе полученных результатов. **Методологической основой** исследования стал рыночный подход к анализу эффективности сделки. Исследовались ключевые показатели: стоимость компании EV (Enterprise Value) и рыночная стоимость компании MV (Market Value). Проанализировано три временных момента для каждой сделки и изменение показателей между ними: за полгода до сделки, в момент ее проведения и спустя шесть месяцев. На основании полученных данных вычислены темпы прироста цен акций, стоимости компаний и выведены средние значения по рынку. По результатам исследования сделан **вывод** о слабом влиянии рынка М&А на экономику России в целом, но в то же время наличии снижающего эффекта для акционеров. Наибольшее количество сделок М&А направлено на расширение корпоративных финансов, на возрастание капитализации компании, максимизацию стоимости бизнеса. Полученные **результаты** могут найти свое применение в прогнозировании дальнейшей динамики стоимости компании, что является одним из ключевых показателей для портфельных и институциональных инвесторов, а также в анализе эффективности поглощений с последующей оценкой инвестиционной привлекательности компании.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения; рынок слияний и поглощений в России; корпоративные финансы; тендерные сделки; враждебное поглощение

**Для цитирования:** Паштова Л.Г., Маймулов М.С. Эффективность рынка М&А в России: проблемы и перспективы. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(1):76-86. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86

### ORIGINAL PAPER

## M&A Market Efficiency in Russia: Problems and Prospects

L.G. Pashtova<sup>а</sup>, M.S. Maimulov<sup>б</sup>

Financial University, Moscow, Russia

<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0002-5618-5978>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0002-6500-4331>

### ABSTRACT

The **aim** of the article is to study the effect of M&A transactions in Russia for shareholders and investors of an acquiring company. The **objectives** of the study were to develop methods for efficiency evaluation, to conduct a general analysis of the M&A market in Russia, to develop recommendations based on the results. **The framework of the study** was the market-based approach to the analysis of transaction efficiency. The authors investigated the key indicators: the value of the company EV (Enterprise Value) and the market value of the company MV (Market Value). They analyzed three time points for each transaction and the change of the indicators in-between: six months before the transaction, at the time of the transaction and six months after the transaction. The data obtained allowed for calculating the growth rates of stock prices, the values of the companies and the average values for the market. Based on the study results, the authors **concluded** that the M&A market has a weak effect on the Russian economy as a whole, but at the same time there is a decreasing effect for shareholders. The majority of M&A transactions aim to expand corporate finance, to increase the company's capitalization, and to maximize business value. The **results** are of use to predict the further dynamics of the company's value, a key indicator for portfolio and institutional investors, as well as to analyze the efficiency of acquisitions followed by evaluation of investment attractiveness of the company.

**Keywords:** mergers and acquisitions; M&A market in Russia; corporate finance; tender transactions; hostile takeover

**For citation:** Pashtova L.G., Maimulov M.S. M&A market efficiency in Russia: Problems and prospects. *Finance: Theory and Practice*. 2020;24(1):76-86. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-76-86

## ВВЕДЕНИЕ

Всемирная глобализация экономических отношений, существенные изменения регулирования финансово-экономической деятельности компаний и цифровые формы трансграничного движения капитала создают новые возможности для свободного финансирования международных сделок по слиянию и поглощению компаний. Мировое экономическое пространство провоцирует компании динамично трансформироваться, быстро модифицируя экономические процессы, активизируя процессы сотрудничества на рынке капитала. В этих условиях одним из эффективных инструментов выживания бизнеса становится его реорганизация. Она имеет множество различных форм: от реинжиниринга внутренних процессов до модернизации, технического перевооружения и реструктуризации компании. В России реорганизация компании чаще всего представляет собой форму слияния, при которой возникает новое юридическое лицо на базе прежних компаний, участвующих в этом процессе [1].

В российском законодательстве определены пять форм реорганизации бизнеса: слияние, присоединение, преобразование, разделение и выделение. В мировой же практике под реорганизацией понимают слияние и поглощение. Зарубежный термин «слияние» акцентирует внимание на возникновении новой компании, а отечественное «присоединение» на «прекращение одного или нескольких обществ» [2].

Сделки слияний и поглощений — Merger and Acquisition (далее — M&A) это радикальный, но эффективный способ увеличения стоимости компании-поглотителя, который получил большое распространение в 1990-х гг. Значение сделок M&A имеет двойственную роль в корпоративных финансах. С одной стороны, это эффективный способ увеличения стоимости компании, а с другой — считается проявлением нечестной конкуренции. Успех или неудача сделок M&A, как отмечают в своем исследовании китайские коллеги, зависят от того, имеют ли обе стороны последовательное понимание качества и рисков сливаемых активов. Это особенно проявляется в способности обеих сторон прийти к консенсусу с точки зрения ценностного рассмотрения и гарантии оплаты [3].

Рынок M&A в России недостаточно глубоко изучен и его роль для национальной экономики очень сложно определить, так как большая часть сделок является тендерными предложениями. Это такие сделки слияний, которые характеризуются

особой враждебностью и прямым намерением к поглощению чужого бизнеса [4]. Важно понимать, какой эффект от данной сделки получит компания-поглотитель и ее акционеры.

В фундаментальном труде Патрика Гохана «Слияния, поглощения и реструктуризация компаний», посвященном анализу причин расширения бизнеса, необходимости диверсификации бизнеса и проблемам выхода компании на новые рынки, особое место отводится вопросам достижения синергетического эффекта, возникающего по завершении слияний и поглощений, рассматриваются различные виды операционных и финансовых синергий [5].

Рыночные цены после объявления сделки отражают ожидания как объединенной компании, так и отдельных участников сделки M&A, а также вероятность наступления того или иного результата. Как пишет признанный эксперт Поль Борочин: «Цены на акции сами по себе не содержат достаточной информации для выявления скрытых ожиданий от сделки». Добавляя данные биржевых опционов на акции, он рассматривает ожидаемые изменения стоимости с двух позиций: 1) создание стоимости и 2) новая информация об автономной стоимости. Такое разграничение обеспечивает сильную и практическую оценку ожиданий рынка в отношении создания стоимости при слиянии [6].

Так как ключевым параметром эффективности работы бизнеса является постоянный рост стоимости его акций, возникают вопросы: какое влияние на стоимость акции оказывает само проведение тендерного предложения? привлекает ли проведение тендерных предложений потенциальных инвесторов? целесообразно ли инвестирование в этот момент? как изменяется рыночная полная стоимость компании после проведения сделок?

Актуальность данного исследования подтверждается необходимостью рассмотрения характеристик рынка M&A в России на основе статистических данных, что позволит более подробно изучить данную проблему.

## РАЗРАБОТКА МЕТОДИКИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Слияния и поглощения представляют собой механизмы, используемые для образования альянсов и новых компаний под действием конкуренции и изменения макроэкономических условий. Сделки по слияниям и поглощениям необходимо рассматривать как одну из возможностей стра-

тегического развития бизнеса компании. В то время как на развитых рынках уже сформировалась практика ведения сделок, для российского рынка слияний и поглощений такая практика находится в стадии становления [7]. И это удивительно — в России процессы слияний и поглощений начались только в середине 90-х гг. прошлого века [1, с. 122]. Рынок M&A в России относительно молодой и находится в стадии развития. Однако за это время было проведено множество как эффективных, так и не эффективных сделок. Под эффективными сделками понимаются такие сделки, которые показали положительный синергетический эффект или же увеличили стоимость компании на рынке, что оказалось благоприятно для собственников. При определении эффективности сделки слияния и поглощения используют два основных подхода. В рамках первого подхода оценка эффективности сделки слияния и поглощения основана на анализе стоимости и доходности акций. Причем расчет доходности акции проводится отдельно для владельцев акций поглощаемой компании и для владельцев акций поглощающей компании. На практике, как правило, для поглощающей компании возможен как положительный, так и отрицательный результат. В основе второго подхода лежит анализ финансовых показателей, рассчитанных на основе публикуемой официальной финансовой отчетности компании до и после совершения сделки M&A. В данном исследовании использовался первый подход, а эффективность сделок слияний и поглощений оценивалась с позиции увеличения стоимости акционерного капитала компании. Оценка экономических выгод, которые могут быть получены от сделки, очень важна для определения целесообразности слияний и поглощений. В экономических выгодах может проявляться экономия за счет масштабов деятельности, вертикальной интеграции, рост эффективности, более полное использование налоговых соображений, комбинация взаимодополняющих ресурсов и др. [8].

Сделки слияний и поглощений в России отличаются существенным участием государства в создании новых корпораций в нефтегазовом и финансовом секторах экономики. Важным аспектом деятельности международных финансовых и производственных корпораций, государств, транснациональных корпораций и частных инвесторов становится достоверная оценка эффективности сделок реорганизации и мониторинг развития рынков. Существуют три основных подхода к про-

ведению оценки эффективности сделок [9]: бухгалтерский, рыночный подход и комбинированный. Авторы применили рыночный подход к оценке эффективности, который предполагает анализ котировок за определенный период до и после сделки, а также анализ изменения показателей EV (Enterprise Value) и MV (Market Value) в момент заключения и после сделки. В связи с недоступностью данных для проведения оценки бухгалтерским методом, а также низкой периодичностью публикации бухгалтерских отчетов рыночный подход считается наиболее приемлемым.

Принято считать, что стоимость акций<sup>1</sup> изменяется сразу в момент объявления сделки и за короткий промежуток времени учитывает все инвестиционные решения участников рынка по поводу конкретной ценной бумаги. При этом надо иметь в виду, что на момент проведения сделки все инвестиционные решения уже приняты и акции не показывают явного движения. Для получения синергетического эффекта недостаточно только времени. При сделках M&A, согласно синергетической теории, компании трансформируются в новый бизнес, имеющий ряд преимуществ, эффект от которых превосходит простое сложение возможностей компаний. При этом считается, что слияние ведет к росту стоимости бизнеса, а компания-покупатель действует в интересах повышения благосостояния собственников [10].

Финансовые и политические последствия слияний и поглощений разнообразны. С точки зрения инвестора, долгосрочная скорректированная прибыль от M&A зависит не только от немедленного роста благосостояния, но и от того, насколько такой рост будет сопровождаться снижением темпов волатильности цены акции [11]. Но так как текущая цена акции учитывает ожидания инвесторов по поводу дальнейшего движения цен [12], можно предположить, что в условиях эффективного рынка цены на акции учитывают все возможные ожидания от синергетического эффекта в будущем [13]. Мы решили исследовать момент проведения сделки, когда происходят ключевые изменения внутри компании-цели. От того, как именно пройдет слияние, будет зависеть

<sup>1</sup> Существует разница между стоимостью акций и их ценой. Стоимость и цена — это две разные категории. Цена акции формируется на фондовом рынке аналитиками, это определенное значение, опираясь на которое торгуются акции в краткосрочном периоде. В долгосрочном периоде важна стоимость акции для инвесторов, которым необходимо правильно определить ценность акции, что будет влиять на их решение о покупке или продаже.

стратегическое развитие бизнеса и его инвестиционная привлекательность.

Так как эффект от проведения сделки наступает не сразу, мы решили взять временной промежуток в 6 месяцев. За этот период происходит полное распределение инсайдерской информации, и принимаются все инвестиционные решения по поводу дальнейшего движения цен.

Дональд Депаμφилис утверждает, что цены акций компании-поглотителя за определенный период до проведения сделки снижаются, а цены акций компании-цели — наоборот, повышаются. Мы решили проверить данное утверждение для России и сделать выводы о схожести нашего и зарубежного рынков. Поэтому также были сделаны замеры за 6 месяцев до проведения сделки и проанализированы полученные данные.

Для проведения исследования мы выделили 15 643 сделки M&A, из них отобрали 6979 сделок с изменением собственника компании-цели (сделка с мажоритарным пакетом акций). Затем были отобраны компании, совершившие более 5 сделок M&A за исследуемый период. В ходе выборки было отобрано 72 компании, удовлетворяющие критерию отбора. Для анализа котировок также требовалось, чтобы единицы исследования имели листинг на бирже и функционировали сейчас. Поэтому была проведена повторная выборка, в ходе которой отобрали 30 компаний. Все данные о сделках и компаниях получены из информационных баз Bloomberg<sup>2</sup> и EMIS<sup>3</sup>.

### АНАЛИЗ РЫНКА M&A В РОССИИ

Существует ряд исследований Е.А. Федоровой, П.И. Рыбалкина, Н.Р. Михелашвили, оценивающих эффективность сделок на российском рынке и устойчивость компании после проведения сделки [14]. В работе «Новые финансовые технологии меняют наш мир» авторы обосновывают необходимость исследования банковских сделок M&A [15]. Авторы обращают внимание на факторы, которые оказывали влияние на объемы рынка M&A и основные тенденции его развития [16]. Но в то же время тема оценки стоимости акций как основного индикатора эффективности бизнеса остается в стороне.

Влияние сделок M&A на стоимость компании доказано различными зарубежными исследованиями [17–21]. В частности, оценивалось влияние

проведенных сделок на акционерный капитал и аномальная доходность от их проведения. Также оценивалось влияние на стоимость типа сделки: дружественного или враждебного [22]. Результаты исследования показали доходность около 20% для акционеров в случае дружественных поглощений.

Объявленные объемы сделок M&A с участием российских активов в 2016 г., согласно отчету Thomson Reuters, составили 39,2 млрд долл. США. По данным информационного агентства АК&М, в 2016 г. объем рынка составил 41,76 млрд долл. США [23]. По данным ежегодного исследования компании Deloitte, российский рынок слияний и поглощений (M&A) в первом полугодии 2019 г. вырос почти в два раза по сравнению с аналогичным периодом 2018 г. — до 33,8 млрд долл. США [24], т.е. упал по сравнению с 2016 г. Число сделок в 2019 г. выросло, но не сильно и составило 169 (в первом полугодии 2018 г. — 153). Глубокого масштабного исследования российского рынка пока не проводилось. Скорее всего, это связано с тем, что он функционирует не так давно, но в то же время на данный момент объем сделок, проведенных в России, достаточен для осуществления статистического исследования.

В ходе анализа сделок выяснилось, что не все из них проводились в период наличия листинга у компаний, поэтому некоторые компании вышли из выборки, а для анализа использовались наиболее крупные сделки. В итоге было отобрано 50 сделок для анализа изменения цен и 40 сделок для анализа изменения стоимости компании.

С 2000 г. по 2018 г. было проведено свыше 16 тыс. сделок с общей суммой в 603,66 млрд долл. США, из них мы выделили 6916 сделок, которые имели характер тендерного предложения. На *рис. 1 и 2* приведена динамика объемов тендерных сделок и их общей стоимости с учетом инфляции. Сразу следует отметить две крупные волны слияний и поглощений в 2008 и 2011 гг. На данный момент рынок находится в состоянии спада, и вероятность возвращения к росту объема сделок невелика.

Стоит также отметить, что большие скупки начинались на пике роста фондового рынка, за год до наступления кризиса. Это обусловлено необходимостью в развитии компаний. В то же время в такие моменты компании часто переплачивали. Так, например, в 2011 г. мультипликатор EV/EBITDA (отношение Enterprise Value к Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) составлял 51,26 раза, что говорит о переоцененности рынка.

<sup>2</sup> Доступ получен в лаборатории Финансового университета.

<sup>3</sup> Аналитическое агентство, доступ получен в лаборатории Финансового университета.



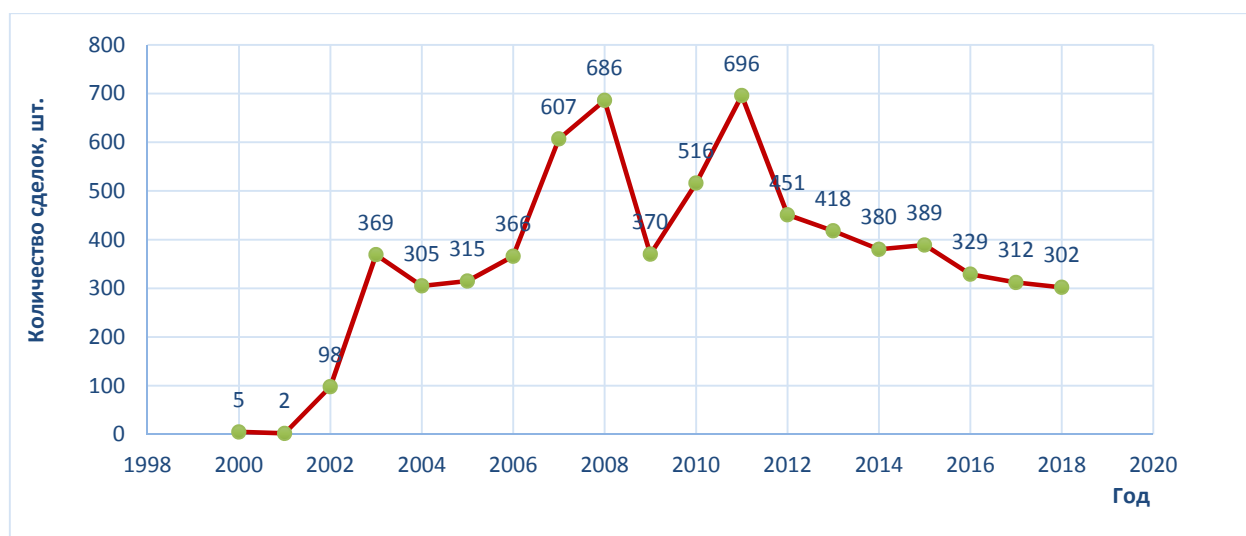


Рис. 1 / Fig. 1. Динамика объема сделок М&А в РФ за 2000–2019 гг. / Dynamics of the volume of M&A transactions in the Russian Federation for 2000–2019

Источник / Source: составлено авторами на основе данных аналитического агентства EMIS / compiled by the authors based on data from the analytical agency EMIS

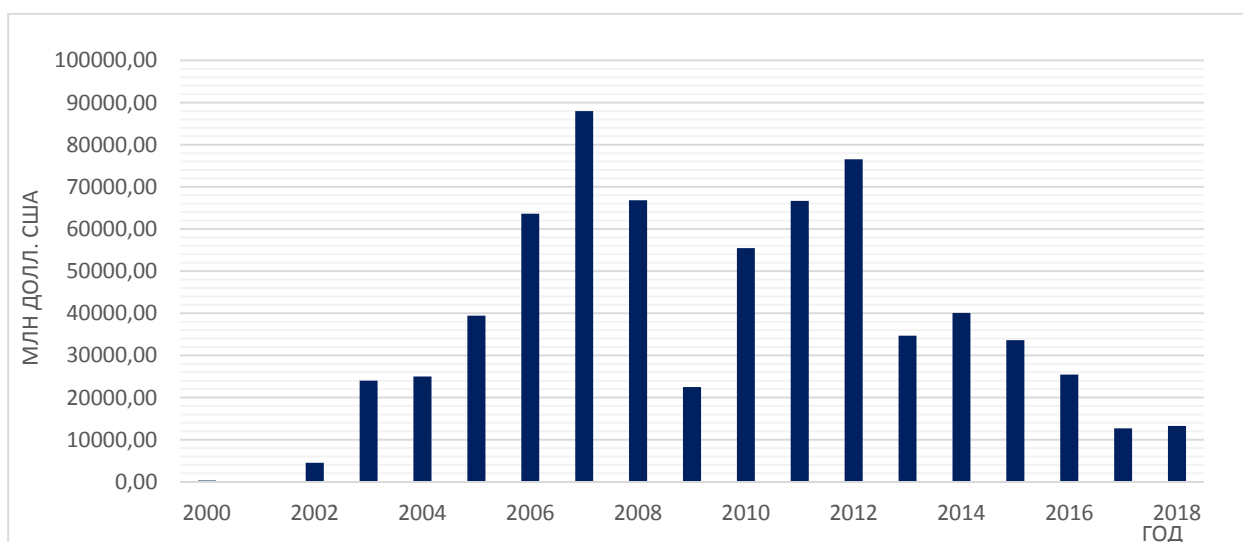


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика сделок М&А, скорректированная на инфляцию доллара в РФ за 2000–2018 гг. / Dynamics of M&A transactions adjusted for dollar inflation in Russia in 2000–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе данных аналитического агентства EMIS / compiled by the authors based on data from the analytical agency EMIS

Не всегда большой объем сделок предполагает крупные инвестиции в покупку компаний. Так, самые большие вливания в рынок М&А произошли в 2007 и 2012 гг. Прежде всего эти данные обусловлены мегасделками (свыше 10 млрд долл. США) на рынке.

Аналитическое информационное агентство EMIS предоставляет данные о среднем показателе «Стоимость компании / Продажи» и «Стоимость компании / EBITDA» за последние 19 лет. Данные показатели отражают уровень переоцененности

сделки со стороны покупателя. В среднем стоимость бизнеса оценивалась в 59 показателей выручки компании-цели и 12,57 показателей EBITDA. Динамика последнего показателя представлена на рис. 3.

На основании этих данных можно сделать вывод о высокой стоимости компаний-целей по отношению к доходу, который они генерируют. Это может быть вызвано либо высокой переоценкой компаний-целей со стороны инвесторов, либо чрезмерной уверенностью в доходности бизнеса в будущем.

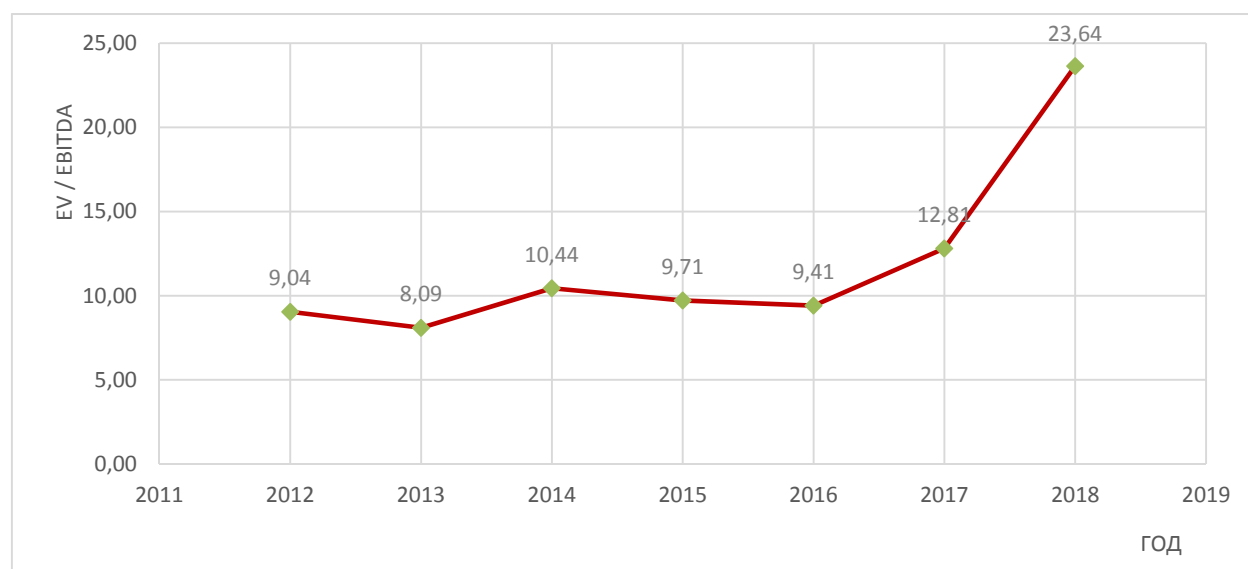


Рис. 3 / Fig. 3. Динамика среднего значения EV / EBITDA по сделкам M&A в России за 2012–2019 гг. / Dynamics of the average EV / EBITDA value for M&A transactions in Russia in 2012–2019

Источник / Source: составлено авторами на основе данных аналитического агентства EMIS / compiled by the authors based on data from the analytical agency EMIS

Таблица 1 / Table 1

Десять самых крупных компаний в России по количеству сделок за 2000–2019 гг. / Ten largest companies in Russia by the number of transactions in 2000–2019

№	Компания / Company	Количество сделок, шт. / Number of transactions
1	Мобильные телесистемы (МТС)	40
2	Роснефть	37
3	Сбербанк	23
4	АФК Система	21
5	Лукойл	19
6	Мечел	19
7	Северсталь	19
8	X5 Ритейл групп	19
9	Газпром	17
10	ВТБ банк	17

Источник / Source: составлено авторами на основе данных аналитического агентства EMIS / compiled by the authors based on data from the analytical agency EMIS.

Как и на любом другом, в исследуемом рынке существуют крупные игроки. На основании полученной выборки были выделены 10 самых крупных компаний по количеству сделок, а также проведена диверсификация компаний покупателей по отраслевому признаку. Данные приведены в табл. 1.

Самое большое количество сделок проведено компанией МТС, что является особым случаем для российской экономики. Больше всего сделок было проведено в производственном секторе. По сумме вложенных средств в сделки лидирует энергетический сектор и явным лидером в данном секторе можно назвать ПАО «Роснефть», которое провело

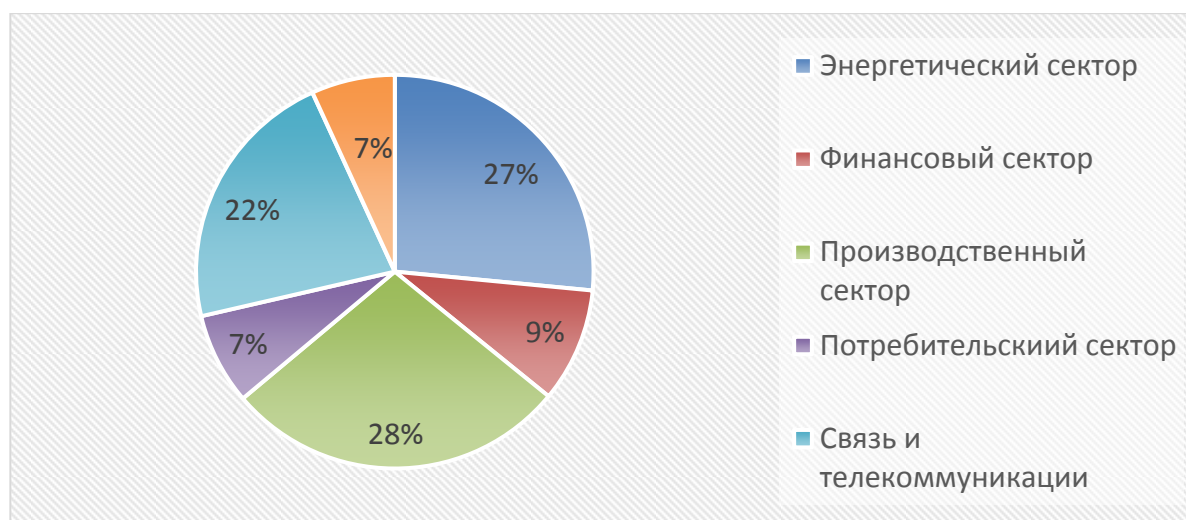


Рис. 4 / Fig. 4. Доля сделок М&А по секторам в РФ за 2000–2019 гг. / Share of M&A transactions by sectors in the Russian Federation in 2000–2019

Источник / Source: составлено авторами на основе выборочного наблюдения / compiled by the authors based on sample observation.

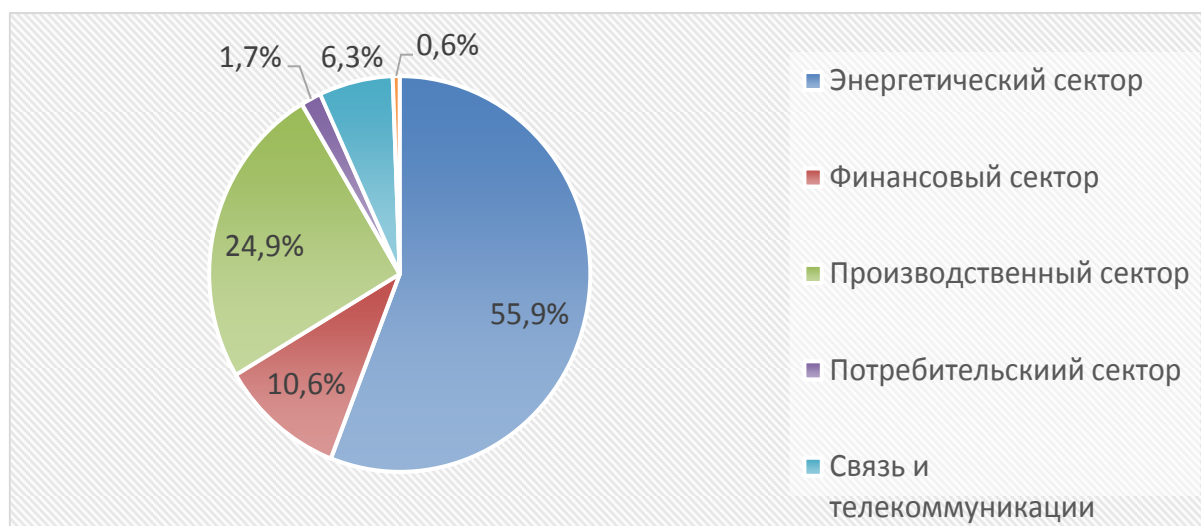


Рис. 5 / Fig. 5. Стоимость сделок М&А по секторам в РФ за 2000–2019 гг. / Cost of M&A transactions by sectors in the Russian Federation in 2000–2019

Источник / Source: составлено авторами на основе выборочного наблюдения / compiled by the authors based on sample observation.

37 сделок, самая крупная из которых на сумму 27 730,00 млн долл. США.

Отраслевая дифференциация сделок позволяет сделать вывод о наиболее частых отраслях для рынка М&А, а также о распределении инвестиций по данным отраслям. На рис. 4 и 5 представлены доли количества и объема инвестированных средств в тендерные сделки М&А по отраслям на основе выделенной выборки компаний. Данные свидетельствуют только о сделках, проведенных публичными компаниями, и не учитывают сделки государственных и частных непубличных фирм, поэтому выводы будут отражать лишь публичный сектор экономики.

## РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

После исследования рынка в целом была проанализирована эффективность сделок на основе динамики цен и изменения стоимости компании. Результаты исследования приведены в табл. 2.

В ходе исследования были получены следующие результаты:

- в среднем цены на акции компаний снижаются на 3,2% за 6 месяцев перед проведением сделки. Акции компаний также снижаются через 6 месяцев после проведения сделки на 2,95%;
- 58% сделок показали отрицательную динамику изменения цены за 6 месяцев до сделки.

Таблица 2 / Table 2

**Результаты исследования рыночных цен, EV, MV за 6 месяцев и через 6 месяцев после сделки /  
Results of the study of market prices, EV and MV 6 months before and 6 months after the transaction**

Показатель / Indicator	До сделки / Before the transaction	После сделки / After the transaction
<b>Исследование цен на акции</b>		
Среднее изменение цен акций	–3,20%	–2,95%
Число отрицательных изменений	29	24
Число положительных изменений	21	26
<b>Исследование стоимости предприятия (EV)</b>		
Среднее изменение EV	5,13%	2,27%
Число отрицательных изменений	18	19
Число положительных изменений	22	21
<b>Исследование рыночной стоимости компании (MV)</b>		
Среднее изменение MV	5,19%	0,14%
Число отрицательных изменений	18	16
Число положительных изменений	22	24

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

В то же время 52% сделок показали положительную динамику цен;

- стоимость компании за 6 месяцев до сделки возрастает в среднем на 5,23%. После сделки она также растет в среднем на 2,27%;
- рыночная стоимость акций за 6 месяцев до сделки возрастает на 5,19%. Спустя 6 месяцев после сделки рыночная стоимость в среднем растет на 0,14%;
- в 55% случаев стоимость компании растет за 6 месяцев до проведения сделки и в 52% случаев увеличивается через 6 месяцев после сделки.

Важно отметить, что данные по параметру рыночной стоимости (MV) показывали положительную динамику в моменты, когда цены на акции снижались. Прежде всего это связано с тем, что показатель MV состоит из двух составляющих: рыночных стоимостей акционерного капитала и долга. Поэтому темпы изменения показателя MV и цены акции не совпадают.

## ВЫВОДЫ

Итак, на основании полученных результатов мы можем сформировать следующие выводы.

Рынок M&A в России находится на стадии роста и претерпел две крупные волны поглощений.

Прежде всего они выражаются в замедлении роста рыночной стоимости компании после сделки, а также в снижении темпа роста показателя ЕМ для компании. Это может быть вызвано некачественными сделками или целями, которые были выбраны для поглощения.

Прослеживается рост стоимости компании до сделки и его высокие темпы. Скорее всего, это связано с началом генерации дополнительных средств для покупки другой компании, так как в России практика LBO<sup>4</sup> не так сильно распространена.

Однако, несмотря на поступательное развитие рынка M&A в России на протяжении последних десятилетий, его трудно назвать полностью сформировавшимся. Кризисные явления 2008 г., политические трансформации 2014 г. привели к определенным потрясениям и внесли существенные корректировки в его развитие. На основании полученных результатов, а также других исследований инвестиций и рынков капитала в России<sup>5</sup>

<sup>4</sup> LBO, Leveraged Buy-Out, финансируемый выкуп — вид деятельности компаний из сектора частных капиталовложений, при котором компания выкупается за счет заемных средств.

<sup>5</sup> Обзор рынка слияний и поглощений в России. Исследования отдела инвестиций и рынков капитала КРМГ в Рос-



можно предположить, что рынок еще не готов к увеличению объема сделок в связи со сложившейся конъюнктурой рынка. Государственные преобразования в налоговой сфере, изменение темпов инфляции и снижение ПИИ (прямых иностранных инвестиций) в российскую экономику уменьшают вероятность роста объема сделок в 2019–2020 гг. Существует вероятность, что объем сделок упадет до уровня в 290–300 штук.

Помимо этого, результаты исследования позволяют дать краткую характеристику рынка M&A России. Прежде всего, рынок характеризуется:

- высоким уровнем переплаты за компании-цели;

сии и СНГ. Рынок слияний и поглощений в России в 2018 г., КПМГ. 2019 г. URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2019/02/ru-ru-ma-survey-feb-2018.pdf> (дата обращения: 15.09.2019).

- снижением объема сделок в последние 7 лет, а также снижением общей суммы, инвестированной в сделки;

- наличием роста стоимости компаний до проведения сделки и в то же время снижением цен на акции этих компаний;

- низкой эффективностью сделок с точки зрения акционеров.

Данное исследование открыло дополнительные вопросы и проблемы, которые могут быть рассмотрены в дальнейшем. В частности, выявление причин снижения темпов роста компаний после проведения сделки по сравнению с темпом роста до ее проведения; анализ возможностей для разгона рынка и какие дополнительные преимущества могут принести данные усилия экономике; сравнение рынка России и рынка M&A развитых и развивающихся стран, особенности, тенденции, ключевые различия и многие другие темы.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Боталова В.В. Теоретические основы слияния и поглощения в России и за рубежом. *Российское предпринимательство*. 2013;(10):76–87.
2. Реорганизация бизнеса: слияние и поглощение. Паштова Л.Г., ред. М.: КноРус; 2018. 206 с.
3. Sun S., Zhao H., He X., Zhang Y. The impact of accounting standards convergence on Chinese firms' overseas mergers and acquisitions. *China Journal of Accounting Research*. 2019;12(3):231–250. DOI: 10.1016/j.cjar.2019.05.001
4. Депаффилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании. Процесс, инструментарий, примеры из практики, ответы на вопросы. Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес; 2007. 960 с.
5. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс; 2004. 741 с.
6. Borochin P.A. When does a merger create value? Using option prices to elicit market beliefs. *Financial Management*. 2014;43(2):445–466. DOI: 10.1111/fima.12026
7. Федорова Е.А., Рыбалкин П.И. Оценка влияния эффективности компании-покупателя на доходность сделок слияний и поглощений. *Банковское дело*. 2015;(9):78–82.
8. Myers S.C. A framework for evaluating mergers. In: Myers S.C., ed. *Modern developments in financial management*. New York: Frederick A. Praeger, Inc.; 1976:633–645.
9. Мещерякова А.А. Анализ основных подходов к оценке эффективности сделок слияния и поглощения. *Экономика и предпринимательство*. 2016;(2–1):983–985.
10. Лахметкина Н.И. Синергия в сделках слияний и поглощений. *Экономика и предпринимательство*. 2018;(5):829–831.
11. Fama E.F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*. 1998;49(3):283–306. DOI: 10.1016/S 0304-405X(98)00026-9
12. Rao U., Mishra T. Posterior analysis of mergers and acquisitions in the international financial market: A re-appraisal. *Research in International Business and Finance*. 2020;51. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101062
13. Твардовский В., Паршиков С. Секреты биржевой торговли. Торговля акциями на фондовых биржах. М.: Альпина Паблшер; 2012. 551 с.
14. Михелашвили Н.Р. Сделки слияния и поглощения: причины и пути предотвращения неудач. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*, 2017;10(2):215–225. DOI: 10.24891/fa.10.2.215
15. Масленников В.В., Федотова М.А., Сорокин А.Н. Новые финансовые технологии меняют наш мир. *Финансы: теория и практика*. 2017;21(2):6–11. DOI: 10.26794/2587-5671-2017-21-2-6-11
16. Абдулкадырова Д.З., Байсарова А.М. Слияния и поглощения в банковской сфере: международный опыт и российская практика. *Вектор экономики*. 2018;(5):34.

17. Zollo M., Meier D. What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*. 2008;22(3):55–77. DOI: 10.5465/AMP.2008.34587995
18. Ghosh A., Lee C. Abnormal returns and expected managerial performance of target firms. *Financial Management*. 2000;29(1):40–52. DOI: 10.2307/3666360
19. Jarrell G.A., Brickley J.A., M. Netter J.M. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(1):49–68. DOI: 10.1257/jep.2.1.49
20. Schwert G.W. Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 1996;41(2):153–192. DOI: 10.1016/0304-405X(95)00865-C
21. Mulherin J.H., Boone A.L. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*. 2000;6(2):117–139. DOI: 10.1016/S 0929-1199(00)00010-9
22. Leeth J., Borg J. The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000;35(2):217–238. DOI: 10.2307/2676191
23. Лосевская О. В России ожидается бум слияний и поглощений. 3 апр. 2017. URL: [https://www.dp.ru/a/2017/04/02/Ozhidaetsja\\_bum\\_slijanij\\_i\\_p](https://www.dp.ru/a/2017/04/02/Ozhidaetsja_bum_slijanij_i_p) (дата обращения: 19.07.2019).
24. Королева А. Многие слились: объем российского рынка слияний и поглощений в годовом сопоставлении удвоился. Эксперт Online. 29.08.2019. URL: <https://expert.ru/2019/08/29/v-rossii-bum-slijanij/> (дата обращения: 25.01.2020).

## REFERENCES

1. Botalova V.V. Theoretical bases for mergers and acquisitions in Russia and abroad. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*. 2013;(10):76–87. (In Russ.).
2. Pashtova L.G., ed. Business reorganization: Mergers and acquisitions. Moscow: KnoRus; 2018. 206 p. (In Russ.).
3. Sun S., Zhao H., He X., Zhang Y. The impact of accounting standards convergence on Chinese firms' overseas mergers and acquisitions. *China Journal of Accounting Research*. 2019;12(3):231–250. DOI: 10.1016/j.cjar.2019.05.001
4. DePamphilis D. Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: An integrated approach to process, tools, cases, and solutions. London; San Diego, CA: Academic Press, 2003. 770 p. (Russ. ed.: DePamphilis D. Sliyaniya, pogloshcheniya i drugie sposoby restrukturizatsii kompanii. Protsess, instrumentarii, primery iz praktiki, otvety na voprosy. Moscow: Olymp-Business; 2007. 960 p.).
5. Gaughan P.A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2003. 639 p. (Russ. ed.: Gaughan P.A. Sliyaniya, pogloshcheniya i restrukturizatsiya kompanii. Moscow: Alpina Business Books; 2004. 741 p.).
6. Borochin P.A. When does a merger create value? Using option prices to elicit market beliefs. *Financial Management*. 2014;43(2):445–466. DOI: 10.1111/fima.12026
7. Fedorova E.A., Rybalkin P.I. Assessing the impact of the effectiveness of the buyer company on the profitability of mergers and acquisitions. *Bankovskoe delo = Banking*. 2015;(9):78–82. (In Russ.).
8. Myers S.C. A framework for evaluating mergers. In: Myers S.C., ed. Modern developments in financial management. New York: Frederick A. Praeger, Inc.; 1976:633–645.
9. Meshcheryakova A.A. Analysis of the main approaches to assessing the effectiveness of mergers and acquisitions. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*. 2016;(2-1):983–985. (In Russ.).
10. Lakhmetkina N.I. Synergy in mergers and acquisitions. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*. 2018;(5):829–831. (In Russ.).
11. Fama E.F. Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*. 1998;49(3):283–306. DOI: 10.1016/S 0304-405X(98)00026-9
12. Rao U., Mishra T. Posterior analysis of mergers and acquisitions in the international financial market: A re-appraisal. *Research in International Business and Finance*. 2020;51. DOI: 10.1016/j.ribaf.2019.101062
13. Tvardovskii V., Parshikov S. Secrets of stock trading. Trading stocks on stock exchanges. Moscow: Alpina Publisher; 2012. 551 p. (In Russ.).
14. Mikhelashvili N.R. Mergers and acquisitions: Causes and ways of preventing failures. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2017;10(2):215–225. (In Russ.). DOI: 10.24891/fa.10.2.215

15. Maslennikov V. V., Fedotova M. A., Sorokin A. N. New financial technologies change our world. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2017;21(2):6–11. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2017–21–2–6–11
16. Abdulkadyrova D. Z., Baisarova A. M. Mergers and acquisitions in the banking sector: International experience and Russian practice. *Vektor ekonomiki*. 2018;(5):34. (In Russ.).
17. Zollo M., Meier D. What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*. 2008;22(3):55–77. DOI: 10.5465/AMP.2008.34587995
18. Ghosh A., Lee C. Abnormal returns and expected managerial performance of target firms. *Financial Management*. 2000;29(1):40–52. DOI: 10.2307/3666360
19. Jarrell G. A., Brickley J. A., M. Netter J. M. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(1):49–68. DOI: 10.1257/jep.2.1.49
20. Schwert G. W. Markup pricing in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*. 1996;41(2):153–192. DOI: 10.1016/0304–405X(95)00865–C
21. Mulherin J. H., Boone A. L. Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*. 2000;6(2):117–139. DOI: 10.1016/S 0929–1199(00)00010–9
22. Leeth J., Borg J. The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2000;35(2):217–238. DOI: 10.2307/2676191
23. Losevskaya O. Mergers and acquisitions boom is expected in Russia. 3 Apr. 2017. URL: [https://www.dp.ru/a/2017/04/02/Ozhidaetsja\\_bum\\_slijanij\\_i\\_p](https://www.dp.ru/a/2017/04/02/Ozhidaetsja_bum_slijanij_i_p) (accessed on 19.07.2019). (In Russ.).
24. Koroleva A. Many merged: The volume of the Russian market of mergers and acquisitions in annual terms has doubled. Expert Online. Aug. 29, 2019. URL: <https://expert.ru/2019/08/29/v-rossii-bum-slijanij/> (accessed on 25.01.2020). (In Russ.).

#### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Леля Германовна Паштова** — доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

**Lelya G. Pashtova** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University, Moscow, Russia  
LGPashtova@fa.ru



**Михаил Сергеевич Маймулов** — студент, Финансовый университет, Москва, Россия  
**Mikhail S. Maimulov** — Student, Financial University, Moscow, Russia  
michael.maimulov@gmail.com

Статья поступила в редакцию 21.11.2019; после рецензирования 05.12.2019; принята к публикации 20.12.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 21.11.2019; revised on 05.12.2019 and accepted for publication on 20.12.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.