

Научно-исследовательский журнал «Modern Economy Success»
<https://mes-journal.ru>

2025, № 5 / 2025, Iss. 5 <https://mes-journal.ru/archives/category/publications>

Научная статья / Original article

Шифр научной специальности: 5.2.4. Финансы (экономические науки)

УДК 336.6



¹ Малеев М.Ю.,

¹ Санкт-Петербургский государственный экономический университет

Анализ успешности сделок M&A в России

Аннотация: целью исследования является анализ успешности сделок по слияниям и поглощениям в России.

Методы: в работе используются следующие теоретические методы (анализ, классификация, сравнение, изучение литературы), эмпирические методы (расчеты, измерения, описание), а также количественные методы, представленные статистическим анализом.

Результаты: в исследовании представлены методы, позволяющие при помощи статистического анализа выявить реакцию рынка на сделки по слияниям и поглощениям в России. В процессе исследования была проанализирована выборка из 89 сделок, которая включает в себя сделки M&A, осуществленные российскими публичными компаниями в период с 2015 по 2024 гг. Результаты расчетов показали, что в 57,3% случаев российские компании негативно реагируют на новости о сделке по слиянию или поглощению компании-цели в дату объявления о сделке. Медианная дневная доходность на российском рынке составляет -0,4% в день объявления о приобретении компании-цели.

Выводы: отрицательная доходность для акционеров компании-покупателя на российском рынке может быть сигналом о большом количестве проблем корпоративного сектора. Миноритарные акционеры компании-покупателя могут не верить в реализацию синергий с компанией-целью, или вовсе не видеть возможностей для реализации синергических эффектов в результате сделки.

Ключевые слова: сделки M&A, слияния и поглощения, корпоративные финансы, оценка бизнеса, финансы и кредит

Для цитирования: Малеев М.Ю. Анализ успешности сделок M&A в России // Modern Economy Success. 2025. № 5. С. 285 – 290.

Поступила в редакцию: 16 июня 2025 г.; Одобрена после рецензирования: 13 августа 2025 г.; Принята к публикации: 23 сентября 2025 г.

¹ Maleev M.Yu.,

¹ St. Petersburg State University of Economics

Analysis of the success of M&A transactions in Russia

Abstract: the purpose of the study is to analyze the success of mergers and acquisitions in Russia.

Methods: the work uses the following theoretical methods (analysis, classification, comparison, study of literature), empirical methods (calculations, measurements, description), as well as quantitative methods presented by statistical analysis.

Findings: the study presents methods that make it possible to identify the market reaction to mergers and acquisitions in Russia using statistical analysis. In the course of the study, a sample of 89 transactions was analyzed, which includes M&A transactions carried out by Russian public companies in the period from 2015 to 2024. The calculation results showed that in 57.3% of cases, Russian companies react negatively to news of a merger or acquisition of a target company on the date of the transaction announcement. The median daily return on the Russian market is -0.4% on the day of the announcement of the acquisition of the target company.

Conclusions: negative returns for the shareholders of the buyer company in the Russian market may be a signal of a large number of problems in the corporate sector. Minority shareholders of the buyer company may not believe in the realization of synergies with the target company, or they may not see any opportunities for the realization of synergistic effects as a result of the transaction.

Keywords: M&A transactions, mergers and acquisitions, corporate finance, business valuation, finance and credit

For citation: Maleev M.Yu. Analysis of the success of M&A transactions in Russia. Modern Economy Success. 2025. 5. P. 285 – 290.

The article was submitted: June 16, 2025; Approved after reviewing: August 13, 2025; Accepted for publication: September 23, 2025.

Введение

Слияния и поглощения (M&A) традиционно рассматриваются как один из ключевых инструментов корпоративной стратегии, позволяющий компаниям ускорить рост, получить синергетические эффекты, выйти на новые рынки или устранить конкурентов. В глобальной практике успешная сделка M&A должна создавать стоимость для акционеров компании-покупателя, что может проявляться в положительной динамике котировок ее акций в день анонса сделки. Этот момент считается наиболее чистым индикатором рыночной оценки перспективности транзакции, так как он еще не отягощен практическими результатами интеграции, на которую могут уйти годы.

Данной теме посвящено множество иностранных и российских исследований. Так, в своей статье «Эффективность рынка M&A в России: проблемы и перспективы» Л.Г. Паштова и М.С. Маймулов анализируют влияние сделок M&A с 2000 по 2019 гг. [3, с. 830] на стоимость бизнеса (EV, Enterprise Value) и стоимость собственного капитала (Equity Value) публичных российских компаний. Авторы статьи приводят результаты исследования по влиянию сделки M&A на изменение цен акций за 6 месяцев до сделки, в день объявления о сделке, а также через 6 месяцев после закрытия сделки. В среднем акции компаний-покупателя снижаются на 3,2% за 6 месяцев до сделки, и, аналогично, снижаются на 2,95% после сделки. По мнению авторов статьи, отрицательная доходность может быть вызвана «некачественными сделками или целями, которые были выбраны для поглощения».

Тему влияния сделок M&A на доходность акций компаний-покупателя в странах азиатско-тихоокеанского региона раскрыли авторы статьи в своем в исследовании «Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets» [10, с. 241]. В данной статье приводится анализ выборки, состоящей из 1477 сделок M&A на десяти развивающихся азиатских рынках. Авторы об-

наружили, что рынок акций имеет положительную кумулятивную сверхдоходность (англ. «cumulative abnormal return», далее «CAR») на трех промежутках: двудневном [0, 1], трехдневном [-1; +1] и пятидневном [-2; +2]. В статье отмечается, что последствия утечки информации о сделках слияний и поглощений для оценки являются статистически значимыми. Авторы делают вывод, что сделки M&A положительно влияют на доходность акции компании-цели.

Принимая во внимание полярность выводов относительно влияния сделок M&A на доходность акций компаний-покупателя на развивающихся рынках, было решено провести исследование, рассматривающее специфику данного вопроса на российском рынке с учетом сделок, совершенных в период после 2019 г.

Материалы и методы исследований

Классическим методом оценки краткосрочного эффекта от сделки M&A является анализ повышенной доходности акции компании-покупателя в дату объявления о сделке. Кумулятивная сверхдоходность рассчитывается как разница между фактической доходностью акции и ее ожидаемой доходностью без учета влияния события (рассчитывается на основе исторических данных). Данный подход позволяет определить реакцию рынка на конкретное событие. Формула расчета CAR принимает следующий вид [9]:

$$CAR = Rt - E[Rt],$$

где: CAR – кумулятивная сверхдоходность;

Rt – фактическая доходность акции компании в момент времени t;

$E[Rt]$ – ожидаемая доходность акции компании в момент времени t, которая может быть рассчитана на основе модели CAPM (Capital Asset Pricing Model).

Для целей анализа была рассмотрена совокупность сделок M&A российских компаний, произошедших в период с 2015 по 2024 гг. в различных отраслях экономики: машиностроения, сель-

ского хозяйства, нефтегазовой отрасли, ТЭК, химической промышленности, торговли и транспорта. Период анализа составляет 10 лет.

Данные о параметрах сделок M&A были получены на основе анализа информации из публичных источников (СМИ, Интернет), а также информационного бюро АК&М. Полученная выборка представляет собой отобранные значения совокупности по следующим критериям: (1) статус сделки – завершена, (2) доля приобретаемого пакета акций/долей составляет более 50%, (3) компания-покупатель является публичной компанией, акции которой торгуются на Московской и/или иной бирже, что позволяет получить котировки акций для целей проведения анализа, (4) компания-покупатель является действующей. В результате фильтрации значений по вышеупомянутым критериям была получена выборка, представленная в табл. 1.

Выборка сделок M&A, совершенных на российском рынке, в период с 2015 по 2024 гг. [6, 7, 8].

Table 1

Sample of M&A transactions in the Russian market in the period from 2015 to 2024 [6, 7, 8].

Отрасль	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Итого
Сельское хозяйство	1	-	-	1	1	-	-	-	1	-	4
Связь	-	3	2	-	-	3	1	-	-	-	9
Транспорт	-	-	1	-	-	-	-	-	1	-	2
ТЭК	-	-	2	-	-	2	3	3	1	1	12
Электроэнергетика	-	-	1	-	-	-	-	-	-	2	3
IT	-	-	-	1	2	-	3	2	1	-	9
Торговля	-	-	-	1	1	2	-	1	1	-	6
Пищевая промышленность	-	-	-	1	-	-	1	-	-	-	2
Строительство и девелопмент	-	-	-	-	3	5	2	-	5	-	15
Прочие производства	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1
Химическая и нефтехимическая промышленность	-	-	-	-	1	-	1	-	3	-	5
Металлургия	-	-	-	-	-	2	2	-	1	2	7
Финансовые институты	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	2
Машиностроение	-	-	-	-	-	2	-	3	2	1	8
Услуги	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	2
Добыча полезных ископаемых	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1
Спорт	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1
Итого	1	3	6	4	9	17	15	10	16	8	89

Следует отметить, что большая часть сделок в выборке представлена отраслями ИТ, ТЭК и Строительство и девелопмент, составляющими 40% выборки.

Результаты и обсуждения

Анализ показал, что в 51 наблюдении из 89, что составляет 57,3%, дневная доходность в день объявления о сделке является отрицательной и принимает значения от -3% до 0%. При этом 42,7%

сделок демонстрирует положительную доходность для акционеров компании-покупателя.

Выбор событийного окна [-2; +2] дня относительно даты объявления сделки M&A для расчёта CAR является общепринятым стандартом в эмпирических исследованиях. На развитых и развивающихся рынках информация о сделке часто становится доступной до официального анонса через слухи, утечки или инсайдерскую торговлю. Более длинные окна, например, [-10; +10], повышают

риск включения сторонних событий, таких как макроэкономические новости, публикация финансовых отчетностей и годовых отчетов других компаний, которые искажают чистый эффект влияния

сделки на цену акции компании-покупателя.

В табл. 2 представлено распределение CAR для российского рынка.

Таблица 2

Table 2

CAR measurement results in the range [-2; 2].

Дней до события	Медиана CAR, %	Количество отрицательных значений	Количество положительных значений
-2	0,02%	44	45
-1	-0,09%	47	42
0	-0,13%	51	38
1	0,04%	41	48
2	-0,04%	45	44

Наибольшая отрицательная доходность наблюдается именно в день объявления о сделке M&A, которая составляет -0,13%, при этом на следующий день после объявления результатов о сделке доходность принимает положительное значение (+0,04%). Таким образом, можно сделать вывод о том, что участие публичной компании в сделке M&A в России скорее окажет негативное влияние на доходность акционеров компании-покупателя.

Отрицательная доходность в день объявления о сделке может быть объяснена множеством причин. Например, в качестве одной из них может выступать неэффективность менеджмента компании [2, с. 36]. Российский рынок исторически характеризуется высокой концентрацией собственности. Во многих компаниях есть контролирующий акционер (мажоритарий), часто обладающий более 50% акций/долей в компании. В такой ситуации сделки M&A могут проводиться в интересах этой группы акционеров, а не всех участников Общества. Миноритарные инвесторы могут быть осторожны для инвестиций в компанию-покупателя, поскольку завышенная цена покупки может выступать одним из способов вывода средств из компании-покупателя в пользу акционеров или участников компании-продавца, аффилиированного с мажоритарием. Сделки между аффилиированными структурами также могут быть причиной низкой привлекательности акций компании-покупателя, поскольку ценность актива для миноритариев неочевидна и часто вызывает подозрения.

Следует отметить, что период 2015-2024 гг. был для России временем перманентной турбулентности, который характеризовался введением новых пакетов санкций, волатильностью цен на нефть и валютного курса, пандемией COVID-19, а также началом специальной военной операции. В таких условиях у инвесторов может снизиться горизонт планирования, они становятся крайне краткосроч-

но ориентированными, а любой долгосрочный синергетический эффект от сделки M&A ставится под сомнение.

В свою очередь, глубокая geopolитическая нестабильность делает любые долгосрочные инвестиции чрезвычайно рискованными. Покупка даже перспективного актива может оказаться бесполезной, если компания подпадает под ограничительные меры.

Российский рынок остается недостаточно прозрачным. Раскрытие информации о сделках, особенно о мотивации, методе оценки и ожидаемой синергии, часто бывает формальным и неполным. У инвесторов может быть недостаточно доверия к информации, которую компании приводят в качестве обоснования для участия в сделке. Непрозрачность становится причиной для формирования негативных ожиданий, которые моментально отражаются в цене акций. Руководство компании-покупателя, представляя сделку инвесторам, может слишком оптимистично подойти к вопросам экономии на масштабе, перекрестных продажах и оптимизации издержек. Однако на практике реализовать эти синергии оказывается крайне затруднительно. В России к этому добавляются такие специфические проблемы, как интеграция разных корпоративных культур, особенно если речь идет о покупке частного бизнеса с неформализованными процессами, и сохранение ключевого менеджмента. Инвесторы, помня предыдущие неудачные интеграции, заранее скептически оценивают заявленные цифры и снижают оценку компании, ожидая, что объявленные синергии не будут достигнуты в полном объеме. Это создает устойчивое давление на акции.

С вводом иностранных санкций на российском рынке возникли сложности с финансированием – доступ к дешевому капиталу, особенно иностранному, по-прежнему является ограниченным, что

вынуждает компании использовать дорогое долговое финансирование или собственные средства, что также негативно оценивается рынком.

Проведенный анализ показывает, что рынок в большинстве случаев скептически оценивает перспективы объявленных сделок, рассматривая их не как возможность для роста, а как сигнал о потенциальных рисках и разрушении стоимости.

Часто сделки M&A в России проводятся не только для извлечения финансовой выгода, сколько для достижения иных целей. Например, государственные компании могут совершать покупки для решения социальных задач, что не всегда может быть связано с целью достижения экономических выгод для акционеров компании-покупателя. Приобретение социально значимых активов часто сопровождается изменением структуры собственности и появлением новых стейкхолдеров, интересы которых могут не совпадать с максимизацией стоимости для миноритарных акционеров. Типичным примером является вхождение государственных корпораций или банков развития в капитал в качестве стратегических инвесторов. Хотя это может обеспечить политическую поддержку, на практике ведёт к усложнению процесса принятия решений и необходимости балансирования между коммерческими и социальными KPI.

Сделки M&A могут быть использованы в качестве инструмента по урегулированию проблемной задолженности компаний. Так, в 2025 году российский лесопромышленный холдинг «Segezha Group» привлек в рамках дополнительной эмиссии акций, основной целью которой являлось решение проблемы с возросшей долговой нагрузкой компании, около 113 млрд руб. [4]. После объявления новости о решении акционеров холдинга провести SPO акции компании снизились на 9,22% [5].

Выводы

Проведенный анализ, показавший, что в 57,3% случаев объявление о сделке M&A в России в период 2015-2024 гг. приводило к отрицательной доходности акций компании-покупателя, является не случайной аномалией, а системным явлением. Это закономерный результат действия глубоких структурных проблем российского корпоративного сектора.

Реакция рынка является рациональной и отражает высокий уровень недоверия инвесторов к мотивам, процессу и потенциальным выгодам от проводимых сделок. Основными причинами этого скептицизма являются: слабость институтов корпоративного управления и защиты прав миноритариев, высокая информационная асимметрия, преобладание немонетарных мотивов над целью создания акционерной стоимости, а также перманентная макроэкономическая и geopolитическая нестабильность, заставляющая инвесторов дисконтировать будущие денежные потоки по очень высоким ставкам.

Таким образом, негативная доходность в день объявления сделки – это не оценка долгосрочного провала интеграции, а мгновенная дисконтная оценка рисков, заложенных в саму структуру и мотивацию транзакции. Для того чтобы сделки M&A в России начали создавать стоимость и положительно восприниматься рынком, необходимы основательные системные изменения: максимальная прозрачность и обоснованность целей и мотивов сделки, а также ориентация менеджмента и мажоритарных акционеров на долгосрочную стоимость для всех акционеров, а не на решение узко-корпоративных или личных задач. Пока данные проблемы не будут решены на рынке, объявление о новой сделке M&A с большой вероятностью будет оставаться для инвестора не сигналом к покупке, а сигналом к продаже.

Список источников

1. Лахметкина Н.И. Синергия в сделках слияний и поглощений // Экономика и предпринимательство. 2018. № 5 (94). С. 829 – 831. URL: <http://elib.fa.ru/art2018/bv1202.pdf> (дата обращения: 12.05.2025)
2. Лян Ю. Проблемы управления стоимостью компаний посредством слияния и поглощения: зарубежный и российский опыт // Финансы и управление. 2023. № 3. С. 35 – 43.
3. Паштова Л.Г., Маймулов М.С. Эффективность рынка M&A в России: проблемы и перспективы // Финансы: теория и практика. 2020. № 24 (1). С. 76 – 86.
4. «Сегежа Групп» в ходе допэмиссии привлекла 113 млрд рублей / Новости компании ПАО «Сегежа Групп». URL: <https://segezha-group.com/press-center/news/segezha-grupp-v-khode-dopemissii-privlekla-113-mlrd-rublej/> (дата обращения: 01.05.2025)
5. «Сегежа» решилась на допэмиссию. Что будет с акциями и какие есть риски / РБК Инвестиции URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/66cf29cf9a7947ecca3b7a17> (дата обращения: 01.05.2025)
6. Бюллетень «Рынок слияний и поглощений». URL: <https://mergers.akm.ru/bulletin/> (дата обращения: 10.05.2025)

7. Котировки акций с официального сайта Московской биржи. URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 12.05.2025)
8. Котировки акций с официального сайта Investing.com. URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 20.08.2025)
9. Engen A., Vedeler I. Abnormal Returns in Merger and Acquisition Announcements in the Telecommunication Industry [Электронный ресурс]. URL: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/59780380/453279_Main_document.pdf (дата обращения: 12.05.2025)
10. Ma J., Pagan J., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets // International Journal of Business. 2009. № 14 (3). P. 235 – 250. <https://www.researchgate.net/publication/266465074> (дата обращения: 01.05.2025)

References

1. Lakhmetkina N.I. Synergy in mergers and acquisitions. Economy and Entrepreneurship. 2018. No. 5 (94). P. 829 – 831. URL: <http://elib.fa.ru/art2018/bv1202.pdf> (date of access: 12.05.2025)
2. Liang Yu. Problems of managing the value of companies through mergers and acquisitions: foreign and Russian experience. Finance and Management. 2023. No. 3. P. 35 – 43.
3. Pashtova L.G., Maimulov M.S. Efficiency of the M&A market in Russia: problems and prospects. Finance: theory and practice. 2020. No. 24 (1). P. 76 – 86.
4. Segezha Group raised 113 billion rubles during an additional issue. News of the company PJSC Segezha Group. URL: <https://segezha-group.com/press-center/news/segezha-grupp-v-khode-dopemissii-privlekla-113-mlrd-rublej/> (date of access: 01.05.2025)
5. Segezha decided on an additional issue. What will happen to the shares and what are the risks. RBC Investments URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/66cf29cf9a7947ecca3b7a17> (date of access: 01.05.2025)
6. Bulletin "Mergers and Acquisitions Market". URL: <https://mergers.akm.ru/bulletin/> (date of access: 10.05.2025)
7. Stock quotes from the official website of the Moscow Exchange. URL: <https://www.moex.com> (date of access: 12.05.2025)
8. Stock quotes from the official website of Investing.com. URL: <https://ru.investing.com/> (date of access: 20.08.2025)
9. Engen A., Vedeler I. Abnormal Returns in Merger and Acquisition Announcements in the Telecommunication Industry [Electronic resource]. URL: https://research-api.cbs.dk/ws/portalfiles/portal/59780380/453279_Main_document.pdf (date of access: 12.05.2025)
10. Ma J., Pagan J., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets. International Journal of Business. 2009. No. 14 (3). P. 235 – 250. <https://www.researchgate.net/publication/266465074> (date of access: 01.05.2025)

Информация об авторе

Малеев М.Ю., аспирант, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, г. Санкт-Петербург, наб. канала Грибоедова, 30-32 (лит. А), maleev.m1999@yandex.ru

© Малеев М.Ю., 2025