УДК 334.758

НАУЧНЫЙ ЖУРНАЛ
«БИЗНЕС И ОБЩЕСТВО»

Маркова Анна Андреевна
студент магистратуры
Московский университет им. С.Ю. Витте
Москва, Россия

Пушкина Ольга Владимировна
канд. экон. наук, доцент кафедры
финансового учета
Московский университет им. С.Ю. Витте
Москва, Россия

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Аннотация

Рассмотрена оценка эффективности сделок слияний и поглощений с позиции стоимостного управления. Акцент сделан на том, что результат сделки должен определяться не самим фактом объединения компаний, а приростом стоимости после учёта премии за контроль, расходов на сделку и затрат на интеграцию. Для усиления прикладного характера исследования использованы статистические данные рынка сделок слияний и поглощений за 2024–2025 гг., а также предложены расчётные показатели синергетического эффекта и чистого эффекта сделки. Сделан вывод о необходимости сочетать предварительную оценку стоимости, анализ реакции рынка и последующий контроль финансовых результатов объединенной компании.

Ключевые слова: слияния и поглощения, стоимостное управление, синергетический эффект

Слияния и поглощения используются компаниями как инструмент ускоренного роста, укрепления рыночных позиций и получения доступа к новым ресурсам. Однако высокая стоимость таких сделок делает их рискованным способом развития. Если покупатель переплачивает за актив или не достигает заявленной синергии, сделка не создает, а разрушает стоимость. Поэтому оценка эффективности сделок слияний и поглощений должна строиться не только на юридическом факте объединения компаний, но и на проверке экономического результата для собственников [1].

Актуальность темы подтверждается состоянием рынка. По данным PwC, в первом полугодии 2024 г. мировая стоимость сделок слияний и поглощений составила 1,3 трлн долл., увеличившись на 5% к аналогичному периоду прошлого года, но количество сделок снизилось на 25% и составило чуть более 23000 [9]. На российском рынке, по данным AK&M, в 2024 г. было совершено 499 сделок с порогом от 1 млн долл. на сумму 54,3 млрд долл.; количество сделок сократилось на 6,9%, тогда как их стоимость выросла на 7,11% [10]. Такая динамика показывает, что рынок становится более осторожным: сделок меньше, но цена ошибки при оценке выше [3].

Статистический фон показывает, почему оценка сделок требует не только описания мотивов, но и проверки измеримых результатов.

Таблица 1 — Статистический контекст рынка сделок слияний и поглощений в 2024–2025 гг.

Период и источник	Основные данные	Значение для оценки эффективности
Мировой рынок, I полугодие 2024 г. [9]	1,3 трлн долл.; +5% по стоимости; более 23000 сделок; -25% по числу.	Сделок меньше, цена ошибки выше.
Российский рынок, 2024 г. [10]	499 сделок; 54,3 млрд долл.; число -6,9%; стоимость +7,11%.	Нужна проверка цены и премии за контроль.
Сделки свыше 100 млн долл., 2024 г. [11]	Количество +15%; рынок превзошли 37% покупателей.	Закрытие сделки не равно эффективности.

Источник: составлено автором на основе [9-11].

Следовательно, статистика рынка подтверждает необходимость расчетного подхода: в условиях снижения количества сделок и высокой цены активов эффективность должна подтверждаться не ожиданиями, а измеримыми показателями.

Цель исследования состоит в уточнении подхода к оценке эффективности сделок слияний и поглощений на основе стоимостного управления. Для достижения цели применялись методы анализа научной литературы, сравнения подходов к оценке бизнеса, обобщения статистики рынка сделок слияний и поглощений, а также расчетный метод определения синергетического и чистого эффекта сделки.

Авторский методический вклад статьи состоит в предложении трехконтурной модели оценки эффективности сделки: первый контур фиксирует цену и чистый эффект до закрытия, второй проверяет реакцию инвесторов после объявления, третий сопоставляет плановые синергии с постинтеграционными финансовыми результатами. Такая логика отличается от реферативного перечисления подходов тем, что связывает методы оценки с моментом принятия управленческого решения и с последующей проверкой факта создания стоимости.

Под слиянием понимается объединение двух или более компаний, в результате которого формируется новый экономический субъект либо существенно меняется структура контроля. Поглощение предполагает приобретение компанией-покупателем контроля над активами или долями компании-цели. В обоих случаях экономическая

логика сделки связана с ожиданием синергии, то есть дополнительного эффекта, который не мог быть получен компаниями по отдельности [2].

Синергетический эффект может возникать за счет роста выручки, сокращения затрат, оптимизации структуры капитала, усиления переговорной позиции перед поставщиками, расширения клиентской базы или получения новых технологий. Вместе с тем синергия часто переоценивается на этапе переговоров. Именно поэтому её необходимо рассматривать не как общий управленческий тезис, а как расчетный показатель, выраженный в денежных потоках и сроках достижения [6].

В общем виде синергетический эффект может быть представлен формулой:

$$S = VAB - (VA + VB), \quad (1)$$

где S — синергетический эффект; VAB — стоимость объединенной компании после сделки; VA и VB - стоимость компаний до объединения.

Если значение S положительно, объединение потенциально увеличивает стоимость бизнеса. Но для покупателя важно учитывать не только общий прирост стоимости, но и цену, которую он заплатил за этот прирост.

Поэтому более точным является расчет чистого эффекта сделки:

$$NE = PV(S) - P - Ct - Ci, \quad (2)$$

где NE — чистый эффект сделки; PV(S) — приведенная стоимость ожидаемой синергии; P — премия за контроль; Ct — транзакционные расходы; Ci — интеграционные затраты.

Сделка может считаться эффективной для покупателя только при положительном значении NE. Если же премия за контроль и расходы превышают приведенную стоимость синергии, то даже стратегически привлекательное приобретение финансово не оправдано. При этом механизм корректировки покупной цены позволяет уменьшить риск переплаты, если после проверки или закрытия сделки выявляются отклонения от согласованных условий [5].

Для перехода от описания синергии к научной оценке целесообразно использовать расчетные показатели эффективности (табл. 2).

Таблица 2 — Расчетные показатели оценки эффективности сделки

Показатель	Экономический смысл	Использование в статье
S = VAB - (VA + VB)	Прирост стоимости после объединения.	Определяет наличие синергии.
NE = PV(S) - P - Ct - Ci	Чистый эффект после премии и расходов.	Ключевой критерий для покупателя.
ROIC > WACC	Доходность капитала выше его стоимости.	Подтверждает создание стоимости.

Источник: составлено автором на основе [5; 6; 8].

Таким образом, расчётные показатели усиливают практическую часть статьи: эффективность сделки связывается не только с фактом объединения, но и с созданием стоимости после учета расходов и рисков.

Комплексная проверка компании перед сделкой должна быть направлена не только на выявление юридических и налоговых рисков, но и на проверку качества будущих денежных потоков. В рамках такой проверки анализируются структура выручки, зависимость от крупных клиентов, устойчивость маржинальности, долговая нагрузка, состояние основных активов, кадровые риски, совместимость ИТ-систем и возможность фактической интеграции бизнес-процессов. Результаты комплексной проверки должны влиять на цену сделки, условия оплаты, гарантии продавца и механизм корректировки покупной цены. Правовая проработка условий сделки также важна, поскольку ограничения ответственности продавца и гарантии сторон влияют на распределение рисков между участниками сделки [4].

Доходный подход при оценке сделок слияний и поглощений применяется для расчета будущих денежных потоков компании и ожидаемой синергии. Его преимущество состоит в том, что он напрямую связывает цену сделки с будущими финансовыми результатами. Основной недостаток заключается в высокой зависимости от прогнозов: темпов роста, ставки дисконтирования, горизонта планирования и вероятности достижения синергии.

Затратный подход позволяет оценить стоимость активов компании-цели и проверить, насколько цена сделки соответствует имущественной базе бизнеса. Он полезен при анализе компаний с существенными материальными активами, но слабее

отражает ценность бренда, клиентской базы, технологий и управленческих компетенций. Поэтому при оценке сделок слияний и поглощений затратный подход чаще выполняет проверочную функцию.

Сравнительный подход основан на анализе мультипликаторов аналогичных компаний и сделок. На практике используются P/E, EV/EBITDA, P/S, P/BV и другие показатели. Данный подход помогает оценить рыночность цены, но не показывает индивидуальную ценность актива для конкретного покупателя. Например, один и тот же актив может иметь разную инвестиционную стоимость для компаний с разными каналами продаж, производственными мощностями и стратегическими целями [8].

Критический анализ указанных подходов показывает, что ни один из них не может служить самостоятельным доказательством эффективности. Доходный подход чувствителен к прогнозу синергии и ставке дисконтирования, затратный подход слабо отражает стоимость нематериальных активов, а сравнительный подход переносит на оцениваемую компанию ошибки рыночной конъюнктуры и выбора аналогов. Поэтому в статье предлагается использовать не один универсальный показатель, а последовательную проверку цены, рыночной реакции и фактических постинтеграционных результатов [8].

После объявления сделки целесообразно оценивать реакцию рынка методом накопленной избыточной доходности. Он показывает, как инвесторы воспринимают сделку относительно общей динамики рынка. Упрощенно показатель может быть рассчитан как сумма отклонений доходности акций компании от ожидаемой рыночной доходности в выбранном окне событий. Положительная реакция рынка не доказывает окончательную эффективность сделки, но отражает ожидания инвесторов относительно создания стоимости.

В то же время краткосрочная рыночная реакция не должна заменять последующий анализ финансовой отчетности. Окончательная оценка возможна только после интеграции, когда можно сравнить плановые и фактические показатели: выручку, EBITDA, свободный денежный поток, рентабельность продаж, ROIC, долговую нагрузку и оборачиваемость активов. Если после сделки выручка растет, но маржинальность снижается, а долговая нагрузка увеличивается быстрее операционного результата, эффект объединения нельзя признать устойчивым.

Особое значение имеет показатель ROIC, поскольку он позволяет сопоставить отдачу на инвестированный капитал со стоимостью капитала. Если ROIC объединенной компании выше WACC, сделка создает экономическую прибыль. Если ROIC ниже WACC, расширение бизнеса может сопровождаться разрушением стоимости, даже при росте масштаба компании.

На практике причины низкой эффективности сделок чаще всего связаны с завышенной оценкой компании-цели, неверным расчетом синергии, недостаточной проработкой интеграции и недооценкой культурных различий. По данным WTW, в 2024 г. количество глобальных сделок стоимостью более 100 млн долл. выросло на 15%, однако только 37% покупателей превзошли рынок по динамике акций [11]. Это подтверждает, что активность рынка сама по себе не означает высокой эффективности сделок. Поэтому управление рисками должно сопровождать не только подготовку сделки, но и этап последующей интеграции [7].

Таким образом, оценка сделки слияния или поглощения должна включать три уровня. Первый уровень — предварительная оценка стоимости и расчет чистого эффекта сделки. Второй уровень — анализ реакции рынка после объявления сделки. Третий уровень — постинтеграционный контроль, основанный на сравнении плановых и фактических финансовых показателей. Только сочетание этих уровней позволяет сделать обоснованный вывод о том, создала ли сделка стоимость для собственников.

Итоговая оценка сделки должна быть распределена по этапам, так как ожидаемый эффект подтверждается не сразу (табл. 3).

Таблица 3 — Авторская трехконтурная модель оценки эффективности сделки

Этап оценки	Что проверяется	Критерий результата
Предварительная оценка	Цена, синергия, премия, расходы.	PV(S) выше премии и расходов.
Реакция рынка	Динамика стоимости после объявления.	Реакция не является устойчиво отрицательной.
Постинтеграционный контроль	Выручка, денежный поток, ROIC, долг.	Плановые эффекты подтверждены фактами.

Источник: составлено автором на основе [7; 8; 11].

Данная последовательность делает оценку сделки завершенной: сначала проверяется цена, затем реакция рынка, после чего подтверждается фактический финансовый результат.

Апробацию предложенной модели можно покажем на сделке приобретения Activision Blizzard компанией Microsoft. На первом контуре анализа фиксируется цена входа: 18 января 2022 г. Microsoft объявила о покупке Activision Blizzard по цене 95 долл. за акцию; объявленная стоимость сделки составляла 68,7 млрд долл. с учетом чистых денежных средств приобретаемой компании [12]. Уже на этом этапе нельзя делать вывод об эффективности только по масштабу сделки: высокая цена требует проверки того, покрывает ли ожидаемая синергия премию за контроль, регуляторные задержки и будущие интеграционные расходы.

Второй и третий контуры дают более строгую интерпретацию кейса. В годовом отчете Microsoft за 2024 финансовый год указано, что сделка была завершена 13 октября 2023 г., итоговая цена приобретения составила 75,4 млрд долл., игровые доходы компании выросли на 39%, а выручка Xbox content and services увеличилась на 50%, причем 44 процентных пункта прироста были связаны с приобретением Activision Blizzard [13]. Эти данные подтверждают вклад сделки в выручку, но не закрывают вопрос эффективности полностью: для окончательного вывода необходимо сопоставить полученный денежный поток и доходность инвестированного капитала с ценой капитала и интеграционными расходами. Поэтому рассматриваемый кейс показывает частичное подтверждение синергии, а не автоматическое доказательство создания стоимости.

На основе проведённого анализа сформулированы авторские выводы. Во-первых, эффективность сделки слияния или поглощения должна оцениваться не по факту закрытия и не по росту размера бизнеса, а по превышению приведенной стоимости синергии над ценой ее получения. Во-вторых, положительная рыночная реакция после объявления сделки является только предварительным сигналом, поскольку окончательный результат проявляется в денежных потоках, ROIC, долговой нагрузке и устойчивости операционной интеграции. В-третьих, конкретный кейс Microsoft и Activision Blizzard показывает, что рост выручки после приобретения необходимо отделять от доказательства созданной стоимости: финансовый эффект становится научно обоснованным только после сопоставления доходности капитала с его стоимостью [12; 13].

Следовательно, стоимостное управление позволяет рассматривать сделку слияния или поглощения как инвестиционное решение с проверяемой гипотезой, а не как форму корпоративной реорганизации. Предложенная трехконтурная модель задает порядок такой проверки: расчет чистого эффекта до сделки, оценка реакции рынка после объявления и постинтеграционный контроль фактических финансовых результатов. Именно эта последовательность делает выводы статьи авторскими и аналитическими, поскольку связывает теоретические подходы с измеримыми критериями результата.

Список использованных источников

1. Баржаев, Р. Р. Особенности проведения сделок слияний и поглощений в РФ / Р. Р. Баржаев // Финансовая экономика. – 2023. – № 5. – С. 217-219. – EDN: MMKLLW

2. Игнатович, Е. А. Сделки по слиянию и поглощению в Республике Беларусь / Е. А. Игнатович // Гуманитарные исследования в цифровую эпоху: вызовы и трансформации : сборник научных статей. – Москва, 2025. – С. 179-182. – EDN: TMJCHV

3. Как изменились сделки слияний и поглощений после 2022 года и что ждет инвесторов в будущем? // БИТ. Бизнес & Информационные технологии. – 2025. – № 8 (151). – С. 58-61. – EDN: ZUUMCQ

4. Клещёв, А. С. Правовые основы ограничения ответственности продавцов в сделках слияний и поглощений в системе международного гражданского права / А. С. Клещёв // Юридическая наука. – 2024. – № 8. – С. 65-70. – EDN: VWDTXR

5. Кучин, Р. О. Механизмы корректировки покупной цены в сделках слияния и поглощения (M&A) / Р. О. Кучин // Диалог. – 2025. – № 12 (42). – С. 32-33. – EDN: EGKNCW

6. Худолеев, Н. Управление стоимостью бизнеса на основе совершения сделок по слиянию и поглощению / Н. Худолеев // Тенденции развития экономики в современных социально-экономических условиях функционирования государства : сборник материалов конференции студентов, магистров и аспирантов. – Курск, 2023. – С. 128-132. – EDN: WCQAML

7. Чернов, А. В. Инструментарий риск-менеджмента при реализации сделок слияния и поглощения компании на примере Банка ВТБ (ПАО) / А. В. Чернов // Журнал монетарной экономики и менеджмента. – 2024. – № 10. – С. 191-195. – DOI: 10.26118/2782-4586.2024.39.32.098. – EDN: AWGWYT

8. Чернышёв, М. А. Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений / М. А. Чернышёв // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2024. - Т. 17, № 4 (370). – С. 428-437. – DOI: 10.24891/fa.17.4.428. – EDN: KBGFPV

9. Global M&A industry trends: 2024 mid-year outlook // PwC. – 2024. – URL: https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/h1-2024.html (дата обращения: 07.09.2026).

10. Объёмы покупок активов через ЗПИФы настораживают // АК&М. Рынок слияний и поглощений. – 2025. – 12 февраля. – URL: https://mergers.akm.ru/stats/obyemy-pokupok-aktivov-cherez-zpify-nastorazhivayut/ (дата обращения: 07.09.2026).

11. Musselwhite, B. Global M&A activity up 15% in 2024 led by surge in large deals: WTW / B. Musselwhite // Reinsurance News. – 2025. – 14 January. – URL: https://www.reinsurancene.ws/global-ma-activity-up-15-in-2024-led-by-surge-in-large-deals-wtw/ (дата обращения: 07.09.2026).

12. Microsoft to acquire Activision Blizzard to bring the joy and community of gaming to everyone, across every device // Microsoft Source. – 2022. – 18 January. – URL: https://news.microsoft.com/source/2022/01/18/microsoft-to-acquire-activision-blizzard-to-bring-the-joy-and-community-of-gaming-to-everyone-across-every-device/ (дата обращения: 07.09.2026).

13. Microsoft Annual Report 2024 // Microsoft Investor Relations. – 2024. – URL: https://www.microsoft.com/investor/reports/ar24/index.html (дата обращения: 07.09.2026).