

УДК 658.14:658.153

А. В. Байкова

ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, Россия

Е. В. Денисова ORCID ID 0000-0002-3454-2380

Калужский филиал ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации», Калуга, Россия, e-mail: zubkovbuba2010@yandex.ru

ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ М&А-СДЕЛОК В КИТАЕ И РОССИИ: РАЗЛИЧИЯ ПОДХОДОВ И ФАКТОРОВ УСПЕХА

Ключевые слова: трансграничные слияния и поглощения, эффективность сделок, М&А-сделки,
государственное регулирование, методы оценки.

В статье рассматриваются особенности оценки эффективности М&А-сделок в России и Китае с учетом отраслевых различий национальных экономик, анализируются примеры реализации сделок крупнейшими компаниями в российской и китайской практиках. Приводится сравнительная характеристика подходов к оценке эффективности сделок слияния и поглощения двух стран. В ходе исследования установлено, что в России оценка эффективности М&А-сделок основана на применении традиционных финансовых показателей, а в Китае используется более комплексный подход, включающий стратегические, инновационные, технологические и институциональные показатели, которые отражают долгосрочные эффекты интеграции деятельности. Акцент исследования направлен на оценку уровня развития финансовых рынков и корпоративного управления. В статье выделены ключевые факторы, которые определяют успешность сделок, освещенных в работе в рассматриваемых странах, проанализированы преимущества и ограничения оценочных инструментов. Авторами сформулированы выводы о возможности адаптации и применимости китайского опыта комплексной оценки эффективности М&А-сделок в практике России для повышения качества управлеченческих решений и устойчивости корпоративного развития. Материалы исследования могут быть полезны специалистам, принимающим решения в сфере корпоративных финансов, инвестиционного анализа, а также всем заинтересованным лицам, изучающим процессы, описанные в статье, в странах с разными моделями экономического развития.

A. V. Baykova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

E. V. Denisova ORCID ID 0000-0002-3454-2380

Kaluga Branch of the Financial University under the Government of the Russian Federation,
Kaluga, Russia, e-mail: zubkovbuba2010@yandex.ru

FEATURES OF EVALUATING THE EFFECTIVENESS OF M&A TRANSACTIONS IN CHINA AND RUSSIA: DIFFERENCES IN APPROACHES AND SUCCESS FACTORS

Keywords: cross-border mergers and acquisitions, transaction efficiency, M&A transactions, government regulation, valuation methods.

This article examines the specifics of assessing the effectiveness of M&A transactions in Russia and China, taking into account industry differences between the national economies. It analyzes examples of transactions by major companies in both Russian and Chinese practices. A comparative analysis of approaches to assessing the effectiveness of M&A transactions in the two countries is provided. The study found that in Russia, assessing the effectiveness of M&A transactions is based on traditional financial metrics, while in China, a more comprehensive approach is used, incorporating strategic, innovative, technological, and institutional indicators that reflect the long-term effects of business integration. The study focuses on assessing the level of development of financial markets and corporate governance. The article highlights the key factors that determine the success of transactions covered in the study in the countries under consideration and analyzes the advantages and limitations of the evaluation tools. The authors formulate conclusions regarding the adaptability and applicability of Chinese experience in comprehensively assessing the effectiveness of M&A transactions in Russian practice to improve the quality of management decisions and the sustainability of corporate development. The research materials may be useful to decision-makers in the fields of corporate finance and investment analysis, as well as to all interested parties studying the processes described in the article in countries with different economic development models.

Введение

Сделки слияния и поглощения (M&A) являются одной из основных стратегий развития компаний, направленной, в первую очередь, на рост стоимости компании, расширение рыночной доли и повышение конкурентоспособности. Если посмотреть с позиции глобального рынка, то в последние десятилетия рынок M&A растет большими темпами, компании активно применяют данный инструмент для выхода на новые рынки, усиления стратегической позиции и диверсификации бизнеса. Эффективность сделок слияния и поглощения определяет экономическую выгоду и стратегический успех компаний. Несмотря на широкое применение M&A-сделок, многие из них не приводят к ожидаемым результатам. В первую очередь это связано с отсутствием правильной оценки стоимости компании, а также с различиями в корпоративной культуре и многими другими факторами. Именно эффективность такого рода сделок вызывает научные и практические дискуссии, что подчеркивает актуальность данной темы.

В научной экономической литературе представлено множество разнообразных подходов к оценке эффективности сделок слияния и поглощения. Лян Юньсяо [1] в своих трудах подробно рассматривает проблемы управления стоимостью компаний посредством слияния и поглощения, более того, автор выделяет как российский, так и зарубежный опыт. В другой работе автор выделяет факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений: на первоначальном этапе и на этапе реализации и последующего сопровождения сделки [2]. Власова Ю.А. [3] подробно описывает состояние российского рынка слияний и поглощений в настоящее время. Автор выделяет, что по итогам второго квартала 2024 года общий объем сделок слияния и поглощения достиг 11,69 млрд долл., что на 20% выше предшествующего квартала. Голодрыга С., Горбачева Т.А. [4] наблюдают снижение количества крупных сделок M&A в банковской сфере в последние годы, однако отмечают данный сектор лидирующим по объемам транзакций. Паштова Л.Г., Маймулов М.С. [5] исследовали эффект сделок M&A в России для акционеров и инвесторов компаний-поглотителя. Авторы пришли к выводу о слабом влиянии рынка M&A на экономику России в целом, но при этом отмечают наличие снижающего эффекта для

акционеров. Рассматриваемая тема оценки эффективности M&A-сделок тесно связана с механизмом принятия решений основными участниками рынка. Так, стоит выделить исследование Gompers P.A. и соавторов [6], посвященное анализу способов принятия инвестиционных решений венчурными инвесторами. Авторы пишут, что при выборе объектов исследования ключевую роль могут играть не только финансовые показатели, но и качественные факторы (правильно выстроенная стратегия компании, менеджмент и т.д.). В рейтинге World's Best Investment Banks 2024, который был подготовлен J. Njiraini, D. Sanders, L. Zhang, T. Monteiro [7], уделяется внимание роли инвестиционных банков как основных посредников и аналитиков в сделках слияния и поглощения. Также стоит труд Piesse J. [8], где раскрыты теоретические основы M&A-сделок: выделены основные термины, перечислены мотивы и реакции рынков на такого рода сделки.

Можно сказать, что в современной экономической литературе рассматривается довольно широко, но в контексте комплексного взаимодействия всех факторов на M&A-сделки. Вопросы межстрановых различий в методах и подходах оценки эффективности остаются недостаточно изученными. Выявление особенностей оценки эффективности сделок слияния и поглощения, в частности в России и в Китае, даст возможность выделить ключевые различия в подходах к измерению успеха M&A-сделок и определить основные факторы, которые влияют на достижение целей таких сделок в разных институциональных и культурных формах.

Целью данной работы является выявление особенностей и различий в оценке эффективности M&A-сделок в России и в Китае.

Материалы и методы исследования

В ходе исследования были использованы данные консолидированной финансовой отчетности крупнейших российских и китайских компаний, реализующих M&A-сделки. В выборку компаний России были включены: ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Сбербанк», ОАО «РЖД», ПАО «Лукойл». Для анализа китайской практики были рассмотрены: China National Chemical Corporation, Syngenta, Mengniu Dairy. Методологическую основу исследования составили методы сравнительного анализа, экономико-статистического анализа и системного

подхода, а также научные труды российских и зарубежных авторов. Для количественной оценки результатов сделок были применены показатели рентабельность (рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE)), EBITDA, динамика чистой прибыли и выручки.

Результаты исследования и их обсуждение

Российский рынок M&A-сделок характеризуется широким распространением стоимостных и бухгалтерских методов анализа и оценки эффективности, что, в первую очередь, связано со спецификой структуры национальной экономики, а также высокой долей крупных корпораций с участием государства. Чаще всего оценка эффективности проводится при помощи финансовых показателей компаний-инициаторов (EBITDA, свободный денежный поток, показатели долговой нагрузки, рентабельность активов и капитала и другие), но, поскольку финансовые результаты крупных корпораций не позволяют однозначно идентифицировать влияние конкретных решений сделок слияния и поглощения на динамику и оценку показателей эффективности, рассмотрим также некоторые сделки.

Результаты проведенных исследований подтверждают, что существует ограниченность в применении традиционных подходов. Лашук Т. и соавторы провели исследование, основанное на выборке более чем 60 сделок M&A в нефтегазовом и энергетическом секторах России за период 2005-2019 гг. [9]. По результатам исследования было выявлено, что в 58% случаев показатели рентабельности активов и собственного капитала не показали значимого улучшения до и после завершения сделки M&A. Более того, авторы выделяют снижение волатильности денежных потоков на 12-18%, что является не ростом рыночной эффективности компаний, а повышением их финансовой устойчивости.

Рассмотрим такую же динамику на примере крупных российских компаний. ПАО «Газпром» на конец 2024 года демонстрирует повышение финансовых показателей, а именно: чистая прибыль выросла до 1,219 трлн рублей, а выручка компании до 10,7 трлн (выросла на 25% по сравнению с 2023 годом). Показатель EBITDA резко вырос до 3,1 трлн рублей (на 76%) [10]. Но стоит отметить, что растущие финансовые результаты компании отражают

не прямой эффект интеграции активов (что характерно для стратегических сделок), а восстановление после санкций. Более того, повышение финансовых показателей чаще всего не связано с ростом рентабельности капитала и увеличением рыночной стоимости акций, что ведет к снижению чувствительности традиционных финансовых индикаторов к оценке эффективности стратегических сделок слияния и поглощения. Это обусловлено тем, что в российских условиях M&A-сделки направлены на укрепление государственной устойчивости активов, что в свою очередь проявляется не в повышении краткосрочных финансовых результатах, а в операционной устойчивости.

Следует отметить, что крупнейшие компании, такие как ПАО «Газпром», не раскрывают подробные сведения о сделках по приобретению или консолидации пакетов дочерних структур. В связи с этим авторы вынуждены опираться на доступные источники и использовать их для построения анализа эффективности сделок.

В 2022-2024 гг. ПАО «Газпром» реализовал ряд внутригрупповых сделок слияния и поглощения, которые связаны с выкупом долей и консолидацией дочерних газотранспортных компаний. Такие сделки направлены на горизонтальную и вертикальную внутригрупповую интеграцию, а их стоимость, согласно данным финансовой отчетности компании, превышала 200 млрд руб. Оценка эффективности этих сделок проводилась в рамках среднесрочного окна (2-3 года) и показала недостаточную чувствительность показателей рентабельности к эффектам интеграции при одновременном росте EBITDA.

В ноябре 2025 года дочерняя компания ПАО «Газпром» приобрела 51% компании Aurus (специализируется на производстве автомобилей премиум сегмента) [11]. Данная сделка относится к стратегическому приобретению контрольного пакета и по оценкам экспертов составляет 12-13 млрд руб. Оценка эффективности рассмотренной сделки может быть осуществлена в рамках краткосрочного окна анализа (1 год после сделки), однако, в настоящем исследовании отсутствует возможность проведения такой оценки, поэтому она рассмотрена исключительно в рамках качественного анализа и потенциальных эффектов интеграции, реализация которых может быть предметом дальнейших исследований.

Таблица 1

Показатели эффективности сделок слияния и поглощения крупнейших российских компаний в 2024 году

Компания	Пример M&A-сделки	Чистая прибыль, млрд руб.	Активы, млрд руб.	Капитал, млрд руб.	ROA, %	ROE, %	EBITDA, млрд руб.
ПАО «Газпром»	Консолидация ГТК и дочерних компаний	1 219	30 698,3	17 660,96	3,97	6,9	3 100
ПАО «НК «Роснефть»	Приобретение активов и интеграция	1 084	20 682	9 157	5,24	11,84	3 029
ПАО «Сбербанк»	Поглощения финтех-активов	1 580,3	60 855	-	2,60	24	-
ОАО «РЖД»	Консолидация дочерних компаний	50,7	9 660	5 624,7	0,52	0,9	846,7
ПАО «Лукойл»	Сделки с зарубежными активами	848,5	-	-	-	-	-

Источник: составлено авторами на основании данных [10, 12, 14-16].

Отметим также особенности отечественной оценки эффективности интеграционных процессов на практике ПАО «РЖД». В 2024 году выручка РЖД выросла на 8,6% (примерно до 2,3 трлн рублей), а пассажиропоток увеличился до 1,28 млрд человек [12]. Такое повышение операционных показателей говорит об увеличении эффективности инфраструктурного управления, при этом прибыль и возврат на инвестиции умеренными и не такими значимыми для оценки успешности M&A-сделок.

Анализ сделок ПАО «РЖД» демонстрирует, что холдинг реализует не только традиционные операционные проекты, но и весомые корпоративные операции. Так, в мае 2025 г. РЖД завершили сделку по приобретению объектов недвижимости у компании Siemens Mobility, сумма которой 1,567 млрд руб [13]. Это привело к созданию собственной сервисной инфраструктуры для разного вида сквозного подвижного состава.

Также для выявления особенностей оценки эффективности M&A-сделок на российском рынке в рамках исследования был проведен анализ финансовых показателей ряда крупнейших российских компаний, которые активно реализуют интеграционные стратегии. В выборке были охвачены компании, которые представляют ключевые отрасли национальной экономики, а именно: нефтегазовая, финансовая и инфраструктурная (таблица 1).

Значение показателя ROA почти для всех компаний остаются на умеренном уровне (не превышают 5% за исключением ряда случаев), что говорит об ограниченной способ-

ности сделок M&A генерировать дополнительную доходность на вложенные активы. Однако, есть исключение – ПАО «Роснефть», которая показывает более высокий уровень рентабельности активов, что, вероятнее всего, связано с отраслевой спецификой. Показатель ROE для ПАО «Газпром» и ОАО «РЖД» остается низким, что свидетельствует о капиталоемком характере их деятельности и стратегической направленности M&A-сделок. А высокий показатель у ПАО «Сбербанк» говорит о том, что в финансовом секторе сделки M&A больше всего трансформируются в рост доходности капитала. Показатель EBITDA доказывает, что положительный эффект сделок слияния и поглощения для компаний России чаще всего проявляется не в росте рентабельности, а в форме увеличения операционного денежного потока.

Таким образом, в российской практике M&A-сделки чаще всего направлены на обеспечение долгосрочной финансовой устойчивости, чем на максимизацию краткосрочной эффективности.

Китайская практика напротив включает в оценку эффективности M&A-сделок не только финансовые результаты, но и различные технологические и институциональные эффекты [8]. Ярким примером трансграничной M&A-сделки является приобретение швейцарской компании Syngenta корпорацией China National Chemical Corporation (ChemChina). Корпорация отдала более 43 млрд долл. за 100% акций Syngenta [17], что стало рекордной по объему инвестиций сделкой китайской компании за пределами страны и одной из крупнейших сделок

в агрохимическом секторе мировой экономики в целом. Путем осуществления этой сделки, корпорация ChemChina получила доступ к широкому портфелю заселенных рынков, патентов и технологиям Syngenta и тем самым усилила свое присутствие в сегменте средств защиты растений на мировых рынках. Ключевым моментом является то, что стратегическая цель сделки заключалась не в улучшении финансовых показателей и коэффициентов, а в долгосрочной интеграции технологических платформ и расширении применения инноваций в производстве.

Еще одним значимым примером отражения институциональных особенностей китайского подхода к оценке M&A-сделкам становятся слияния внутри страны с целью укрепления технологических цепочек и повышения инноваций. Исследование компании «Cofco Corporation» [18] показывает, что ее приобретение Mengniu Dairy позволило нарастить масштабы и повысить операционную эффективность за счет расширения линейки продуктов и укрепления позиций на рынке молочных продуктов. Это подтверждается улучшением ряда нефинансовых показателей, которые подробно описаны в исследовании авторов Джессики Джи и Дэвида Ю. [18].

Таким образом, оценка эффективности сделок слияния и поглощения в Китае определяется не только традиционными финан-

совыми показателями, а, в первую очередь, достижением стратегических эффектов, а именно: технологическая модернизация, инновации, расширение экспортных возможностей, увеличение доли рынка, повышение и укрепление конкурентоспособности [19]. Такой подход дает возможность учитывать как институциональные факторы, так и долгосрочные результаты, что является его ключевым отличием от многих других экономик, в том числе российской.

Проанализировав российскую и китайскую практику оценки эффективности M&A-сделок, можно сказать, что, несмотря на общую значимость государства в формировании стратегий корпоративной интеграции, подходы к оценке эффективности и интерпретации результатов сделок слияния и поглощения в рассмотренных странах имеют существенные различия. Российская практика демонстрирует преобладание финансово-стоимостных методов оценки, которые в свою очередь ориентированы на показатели рентабельности и операционную эффективность, в то время как китайская практика имеет более комплексный подход, при котором учитываются стратегические и институциональные критерии оценки, позволяющие учитывать отложенные эффекты интеграции [20]. В таблице 2 представлен сравнительный анализ практики оценки эффективности сделок слияния и поглощения в России и Китае.

Сравнительная характеристика практики оценки эффективности M&A-сделок в России и Китае

Таблица 2

Критерий сравнения	Россия	Китай
Цели сделок слияния и поглощения	Консолидация активов, повышение финансовой устойчивости	Технологическое и инновационное развитие, повышение международной конкурентоспособности, структурная модернизация экономики
Основные участники сделок M&A	Крупные корпорации с участием государства	Государственные холдинги и частные транснациональные корпорации
Ключевые показатели оценки эффективности	Показатели финансовой устойчивости, выручка, EBITDA, основные коэффициенты рентабельности (ROA, ROE)	EBITDA, качество и производительность, степень внедрения инноваций, доля рынка
Краткосрочный эффект	Часто ограниченный или нейтральный (иногда отсутствие роста рентабельности)	Часто отрицательный или нейтральный по причине высокой стоимости интеграции
Долгосрочный эффект	Повышение финансовой устойчивости компании	Повышение и укрепление международной конкурентоспособности, инновационного и технологического потенциала
Участие и роль государства	Высокая, государство выстраивает стратегические приоритеты сделок M&A	Ключевая, государство координирует промышленную и инновационную политику

Источник: составлено авторами.

На основании приведенных данных можно сказать, что в обеих странах сделки M&A реализуются в основном при активном участии государства и направлены на достижение стратегических целей. Однако подходы к оценке результатов сделок слияния и поглощения имеют существенные различия. Как уже было отмечено ранее, российская практика основана на традиционных финансовых показателях, которые чаще всего не позволяют полностью оценить эффект интеграции. Китайская же практика применяет наряду с финансовыми показателями стратегические и нефинансовые критерии (инновационное и технологическое развитие, доля рынка и т.д.) [21]. Иными словами, различия в оценке эффективности сделок M&A в двух рассмотренных странах обусловлены уровнем развития финансовых рынков, спецификой экономической структуры.

Выводы

В ходе исследования были выявлены особенности и различия в подходах к оценке эффективности сделок слияния и поглощения в России и Китае. Приведенные

примеры крупных сделок демонстрируют, что даже временное снижение финансовых показателей или их удержание на одном уровне может сопровождаться существенным ростом конкурентоспособности и увеличением доли рынка, а также повышением инновационного и технологического потенциала.

Полученные данные свидетельствуют о необходимости совершенствования методического инструментария оценки эффективности сделок слияния и поглощения в России с учетом международного опыта. Одним из предложений является расширение системы показателей оценки эффективности, а именно дополнение нефинансовыми и стратегическими критериями. Это могут быть: доля рынка, уровень инновационной интеграции, рост производительности, развитие компетенций.

Еще одним направлением совершенствования может стать внедрение и развитие в методологии оценки эффективности сделок M&A элементов межстранового сравнения (например, использование опыта Китая и других стран). Это позволит повысить универсальность и результативность.

Библиографический список

1. Лян Юньсяо. Проблемы управления стоимостью компаний посредством слияния и поглощения: зарубежный и российский опыт // Финансы и управление. 2023. № 3. С. 35-43. EDN: ZESWBS.
2. Лян Юньсяо. Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений // Финансы и управление. 2023. №2. С. 27-36. EDN: TYRLLV.
3. Власова Ю.А. Состояние российского рынка слияний и поглощений в текущих экономических условиях // Аудиторские ведомости. 2025. № 1. С. 49-54. EDN: ULOVZF .
4. Голодрыга С., Горбачева Т.А. Сделки слияния и поглощения в банковском секторе на современном этапе // Прикладные экономические исследования. 2025. № 2. С. 49-56. EDN: IDPXYT.
5. Паштова Л.Г., Маймулов М.С. Эффективность рынка m&a в России: проблемы и перспективы // Финансы: теория и практика. 2020. № 1. С. 76-86. EDN: USGDKD.
6. Gompers P.A. et al. How do venture capitalists make decisions? // Journal of Financial Economics. 2020. Т. 135. № 1. Р. 169-190. EDN: LTMFAB.
7. John Njiraini, David Sanders, Lyndsey Zhang, Thomas Monteiro. World's Best Investment Banks, 2024. URL: <https://gfmag.com/banking/best-investment-banks-2024-mergersacquisitions/> (дата обращения: 14.12.2025).
8. Piesse J. et al. Merger and acquisition: Definitions, motives, and market responses // Encyclopedia of finance. Cham: Springer International Publishing, 2022. Р. 877-894. DOI: 10.1007/978-3-030-91231-4_28.
9. Лапчук Т., Василевский М., Филатова Е. Эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке в нефтегазовой и энергетической отраслях // Корпоративные финансы 2023. Т. 17, № 4. С. 38-58. DOI: 10.17323/j.jcfr.2023-0438.17.4.2023.38-58. EDN: VUPQVA.
10. Отчетность ПАО «Газпром» за 2024 год [Электронный ресурс]. URL: <https://www.gazprom.ru/investors/disclosure/reports/2024/> (дата обращения: 14.12.2025).
11. «Газпром» приобрел контроль в автопроизводстве Aurus [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interfax.ru/russia/1058514> (дата обращения: 17.12.2025).

12. Отчетность компании ОАО «Российские железные дороги» за 2024 год [Электронный ресурс]. URL: <https://company.rzd.ru/ru/9397/page/104069?id=312821> (дата обращения: 14.12.2025).
13. РЖД [Электронный ресурс]. URL: <https://company.rzd.ru/ru/9401/page/78314?id=222779> (дата обращения: 17.12.2025).
14. Результаты Группы Сбер [Электронный ресурс]. URL: https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/groupresults/results_of_work_on_ifrs_q42024 (дата обращения: 14.12.2025).
15. Отчетность ПАО «Лукойл» [Электронный ресурс]. URL: https://www.audit-it.ru/buh_otchet/7708004767_pao-lukoil (дата обращения: 14.12.2025).
16. Годовые отчеты Роснефть [Электронный ресурс]. URL: https://www.rosneft.ru/Investors/statements_and_presentations/annual_reports/ (дата обращения: 14.12.2025).
17. Интерфакс [Электронный ресурс]. URL: <https://www.interfax.ru/business/556949> (дата обращения: 15.12.2025).
18. Jessica Ji, David Yu. Financial Performance and Economic Implications of COFCO's Strategic Acquisition of Mengniu // Journal of World Business. 2024. Vol. 50, No. 1. P. 137-151. [Электронный ресурс]. URL: https://www.researchgate.net/publication/385139613_Financial_Performance_and_Economic_Implications_of_COFCO's_Strategic_Acquisition_of_Mengniu (дата обращения: 15.12.2025).
19. Игнатов С.Н. Сравнительный обзор инвестиционных потоков и процессов слияний и поглощений в системе обеспечения конкурентоспособности предприятий США, Китая и России // Экономика, предпринимательство и право. 2024. Т. 14, № 7. С. 3911-3922. DOI: 10.18334/epp.14.7.121101. EDN: CYHDXL.
20. McKinsey&Company [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/making-sense-of-chinese-outbound-m-and-a/> (дата обращения: 15.12.2025).
21. Рогова Е.М., Суходольский К.А., Трибуш А.В. Анализ реакции рынка на информацию о слияниях и поглощениях высокотехнологичных семейных компаний Китая // Финансы: теория и практика. 2025. №4. С. 262-274. EDN: DOGDOB.