

На правах рукописи



Алексеевко Анастасия Германовна

**РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ: МЕХАНИЗМЫ
КООРДИНАЦИИ И ИНСТИТУТЫ**

08.00.01 – Экономическая теория

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Краснодар – 2021

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Кубанский государственный технологический университет».

Научный руководитель – *Зыза Валерий Павлович*
кандидат экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: *Данилова Ольга Викторовна*,
доктор экономических наук, профессор,
Федеральное государственное образовательное
бюджетное учреждение высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации», профессор
Департамента корпоративных финансов и
корпоративного управления;

Сергеева Ирина Григорьевна,
доктор экономических наук, профессор,
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего
образования «Национальный исследовательский
университет ИТМО», ординарный доцент
факультета технологического менеджмента и
инноваций.

Ведущая организация – Федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего
образования «Кубанский государственный
университет».

Защита диссертации состоится «25» июня 2021 г. в 13 час. 00 мин. на заседании диссертационного совета Д 212.029.01 по экономическим наукам при ФГАОУ ВО «Волгоградский государственный университет» по адресу: 400062, г. Волгоград, проспект Университетский, 100, ауд. 2-05 В.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ФГАОУ ВО «Волгоградский государственный университет», с авторефератом – на официальном сайте университета: <http://volsu.ru>.

Автореферат диссертации размещен «23» апреля 2021 г. на официальном сайте ВАК Минобрнауки России: <https://vak.minobrnauki.gov.ru>.

Автореферат разослан «__» _____ 2021 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических наук

А.В. Шевандрин

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. Характерной чертой современной экономической реальности является стремление компаний обеспечить себе стабильное положение на рынке и высокую конкурентоспособность за счет получения корпоративного контроля. Наиболее распространенным способом его приобретения в настоящее время становятся сделки слияния и поглощения.

В экономическом смысле исследование слияний и поглощений как отдельно взятых сделок, входящих только в сферу интересов отдельных продавцов и покупателей, не является показательным. Причина заключается в том, что независимо от имеющейся рыночной власти и вовлеченности в сделку, все рыночные субъекты испытывают влияние колебаний уровня конкуренции, спровоцированных данными сделками.

Положительная динамика процессов слияний и поглощений становится также серьезным фактором влияния в масштабе национальных экономик, вследствие чего государство активно участвует в этих процессах как регулятор и как рыночный субъект. При этом для подобных сделок решающим может стать политический фактор, а экономическая эффективность и целесообразность могут отойти на второй план.

Существенное влияние процессов слияний и поглощений на экономику на микро- и макроэкономическом уровнях, принятие во внимание противоречивой роли государства по отношению к данным сделкам, а также создание в ходе слияний и поглощений условий для усиления экономической власти и формирования соответствующих дисфункций и негативных эффектов, выходящих за пределы отдельных компаний или рынков обуславливают необходимость исследования процессов слияний и поглощений как отдельного рынка с присущими ему координационными механизмами и институтами. Актуальность данной проблемы, ее практическая значимость и недостаточная степень ее научной разработки определили выбор темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Различные аспекты процессов слияний и поглощений являются предметом исследования как зарубежных, так и российских ученых. Большинство работ зарубежных исследователей в данной области посвящены анализу побудительных мотивов совершения сделок на рынке корпоративного контроля и эффективности данных сделок с использованием инструментария общей экономической теории. Ряд работ посвящен анализу эффектов, оказываемых на уровень конкуренции на отраслевых рынках сделками слияний и поглощений.

Описанным проблемам уделяли внимание исследователи Д. Арментано, Д. Бишоп, Р. Брейли, Д. Брито, Р. Вестерфилд, Т. Галпин, П. Гохан, Т. Гранди, Я. Гританс, С. Гроссман, А. Дамодаран, Д. Депамфилис, Б. Йованович, С. Майерс, С. Мореси, Г. Мэнни, Дж. Мур, А. Озорио, Р. Риберио, С. Рид, Р. Ролл, С. Росс, П. Руссо, С. Салоп, Ж. Тироль, О. Уильямсон, Дж. Фаррелл, О. Харт, М. Хэндон, К. Шапиро, Ф. Эванс и др.

Сделки на рынке корпоративного контроля в России, а также институциональные особенности российской экономики, обуславливающие активные процессы слияний и поглощений в России и мире в своих трудах исследовали ученые-экономисты С. Авдашева, А. Бегаева, С. Гвардин, С. Голованова, Д. Ендовицкий, Ю. Иванов, Ю. Игнатишин, О. Иншаков, Г. Клейнер, М. Козодаев, В. Крыжановский, П. Лапшин, Н. Лебедева, С. Лупашко, А. Лякин, А. Маршак, А. Молотников, О. Осипенко, А. Радыгин, Н. Розанова, Н. Рудык, Е. Семенова, В. Соболева, О. Сухарев, Д. Фролов, Н. Хасаншина, А. Хачатуров, И. Чекун, А. Шаститко, Р. Энтов и др.

Отдавая должное значимости научных результатов, полученных в работах вышеназванных исследователей, следует отметить, что теоретические и методологические аспекты, комплексно раскрывающие сущность рынка слияний и поглощений, его основных координационных механизмов, эффективности институтов его функционирования, не нашли достаточного отражения в современной научной литературе. Существующие определения

термина «рынок слияний и поглощений» как самостоятельной экономической категории нуждаются в уточнении.

Цель исследования состоит в выявлении проблем функционирования координационных механизмов и институтов рынка слияний и поглощений, а также разработке рекомендаций по блокировке его институциональных ловушек в российских условиях.

В соответствии с целью исследования автором поставлены следующие **научные задачи**:

- обосновать применение институционального методологического подхода к исследованию механизмов координации и институтов рынка слияний и поглощений;
- дополнить определение категории «рынок слияний и поглощений» с позиции институционального подхода;
- раскрыть институциональные дисфункции рынка слияний и поглощений в российской экономике;
- усовершенствовать методику оценки односторонних эффектов рынка слияний и поглощений в российской экономике;
- предложить рекомендации по блокированию институциональных ловушек указанного рынка.

Объектом исследования является процесс функционирования и развития российского рынка слияний и поглощений, его институциональная среда и координационные механизмы.

Предметом исследования являются экономические и институциональные отношения на рынке слияний и поглощений по перераспределению прав собственности в целях получения корпоративного контроля.

Теоретико-методологической основой исследования послужили работы зарубежных и отечественных ученых, посвященные анализу процессов слияний и поглощений. Методология исследования базируется на институциональном подходе и основывается на положениях неинституциональной экономической теории, неоклассической экономической теории и теории организации рынков.

В рамках данного исследования используется ряд специальных и общенаучных и методов познания: микроэкономический анализ, внутренний и внешний статический институциональный анализ, дескриптивный институциональный анализ, метод моделирования, сравнительный и системный анализ, синтез, индукция. В качестве инструментария для получения эмпирических оценок применен индексный метод. Эмпирический материал обработан методами экономической статистики и математического анализа.

Информационно-эмпирической базой исследования являются нормативно-правовые акты Российской Федерации, инструктивные материалы Федеральной антимонопольной службы, данные Федеральной службы государственной статистики и Центрального банка России, материалы информационного агентства «АК&М», материалы Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), материалы научно-практических конференций и семинаров, результаты исследований отечественных и зарубежных специалистов, данные корпоративной отчетности компаний на рынке мобильной связи России, а также собственные расчеты автора.

Основные положения исследования, выносимые на защиту:

1. Предложенный институциональный методологический подход к исследованию рынка слияний и поглощений позволяет всесторонне раскрыть особенности структуры данного рынка, проблемы координационных механизмов его функционирования и порождаемые им эффекты. Применительно к задачам исследования выбор институционального подхода обусловлен возможностью в его рамках одновременно учитывать провалы ценовых координационных механизмов рынка слияний и поглощений (запуск «цикла» неэффективных слияний и поглощений, односторонние эффекты, монополизацию); позицию и роль государства на указанном рынке (наличие асимметрии интересов государства-регулятора и государства-участника рынка); влияние взаимодействия формальных и неформальных институтов на аллокативную эффективность указанного рынка и мотивы поведения его субъектов. Это потенциально расширяет возможность для выявления и

преодоления возникающих институциональных дисфункций. С учетом особенностей рынка слияний и поглощений в российской экономике, потенциал институционального подхода подкреплен соответствующими возможностями теории организации рынков, неоклассической экономической теории, теории конкуренции, теории индексов.

2. Применение институционального подхода к исследованию рынка слияний и поглощений позволяет расширить представление о нем как об экономической категории. В рамках указанного подхода рынок слияний и поглощений рассматривается не только через экономические отношения между его субъектами (компаниями-инициаторами сделок; компаниями-целями; государством), взаимодействующими по поводу обращения и перераспределения прав корпоративного контроля, но и через его институциональную структуру, организующую данные взаимодействия. Таким образом, предлагается определять рынок слияний и поглощений как совокупность механизмов организации и координации отношений между компаниями и государством в сфере обращения и перераспределения прав корпоративного контроля в рамках заданной институциональной среды.

3. На основе анализа эволюции развития российского рынка слияний и поглощений сделан вывод, что торможение его эффективного развития обусловлено проблемами функционирования и качества формальных регулирующих институтов (рыночные субъекты воспринимают их как средство реализации неформальных соглашений или как фактор выбора стратегии неформального поведения). Асимметрия интересов государства как субъекта регулирования и как участника указанного рынка привела к формированию институциональных микродисфункций, связанных с «двойными стандартами» правоприменения для разных классов собственников, поиском бюрократической ренты, смещением функциональных воздействий государства-регулятора и государства-рыночного субъекта. Данные микродисфункции формальных регулирующих институтов способствовали закреплению ловушки применения оценочных норм антимонопольного законодательства, реализующейся в

невозможности эффективного пресечения недобросовестных, и, одновременно, в торможении обоснованных и эффективных сделок на российском рынке слияний и поглощений.

4. Масштабы, представительность и общественная значимость односторонних эффектов, формирующихся на рынке слияний и поглощений, обуславливают необходимость выделения соответствующего сектора поля исследования методических инструментов оценки указанных эффектов. Односторонние эффекты на российском рынке слияний и поглощений выражаются в том, что стороны слияния или поглощения будут после осуществления сделки иметь возможность и стимулы в одностороннем порядке ухудшить конкурентное состояние в результате потери соперничества между ними. В большинстве случаев ухудшение конкурентного состояния между компаниями принимает форму увеличения цен (для одной или обеих сторон сделки), хотя оно также может быть представлено снижением качества продукта или услуги, уменьшением инноваций и т.д. В настоящее время в России не проводится детальная оценка вероятности наступления односторонних эффектов от сделок разных типов на рынке слияний и поглощений, но она становится возможной посредством введения агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI) в практике государственного регулирования указанного рынка.

5. Агрегированный индекс валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI) обладает потенциалом расширенного применения к проблемам рынка слияний и поглощений, что имеет существенное значение для разработки практических рекомендаций в области совершенствования государственного антимонопольного регулирования. Использование вышеназванного показателя будет способствовать ликвидации «двойных стандартов» в правоприменении антимонопольных норм и снижению вероятности осуществления ошибок при предварительной оценке предполагаемых сделок, устранению асимметрии информации, формированию устойчивых ожиданий рыночных агентов и созданию неформальных институтов общественного контроля российского

рынка слияний и поглощений. Это потенциально блокирует институциональную ловушку в сфере применения оценочных норм, так как стимулы к воспроизводству негативных неформальных практик взаимодействий будут сдерживаться, а трансакционные издержки рыночных субъектов – снижаться.

Научная новизна исследования состоит в предложении институционального методологического подхода к исследованию рынка слияний в российской экономике, раскрытии институциональных дисфункций и системной оценке эффектов данного рынка. Научный вклад автора в разработку заявленной проблемы представлен следующими результатами, характеризующими новизну и значимость проведенного исследования:

- предложен институциональный методологический подход к исследованию рынка слияний и поглощений, который дополняет неоклассическую концепцию оптимального рынка с учетом его провалов анализом организации взаимодействия его субъектов, что позволило выявить ряд дисфункций, вызванных сбоями его координационных механизмов;

- дополнено определение категории «рынок слияний и поглощений» с позиции институционального подхода путем учета институциональной среды его функционирования, что отражает влияние формальных и неформальных институтов данного рынка на координацию и мотивы взаимодействий его субъектов;

- раскрыты институциональные микродисфункции регулирования российского рынка слияний и поглощений («двойные стандарты» применения институциональных норм; поиск бюрократической ренты участниками регулирования; смешение функциональных воздействий государства как субъекта регулирования и государства как участника рынка), что выявило условия формирования институциональной ловушки применения оценочных норм российского антимонопольного законодательства на данном рынке;

- предложено дополнить методику оценки односторонних эффектов российского рынка слияний и поглощений введением агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI), что расширяет

возможности анализа и позволяет выявить и оценить типы поглощений, потенциально снижающих конкуренцию на рынке (поглощений, влекущих за собой создание как перекрестной, так и совместной структуры владения, а также как прямых, так и косвенных приобретений прав корпоративного контроля);

- обосновано, что использование агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекса GGUPPI) снизит вероятность осуществления ошибок при предварительной оценке российскими антимонопольными органами предполагаемых сделок, что является потенциально важным условием для блокировки неформальных институтов, конфликтующих с формальными регулирующими институтами российского рынка слияний и поглощений.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности.

Выносимые на защиту положения, результаты и выводы соответствуют области исследования 08.00.01 – Экономическая теория:

п. 1.2 «Микроэкономическая теория: теория организации рынков, теория конкуренции и антимонопольного регулирования» – предложен институциональный методологический подход к исследованию рынка слияний и поглощений; дополнено определение категории «рынок слияний и поглощений» с позиции данного подхода; предложено дополнить методику оценки односторонних эффектов российского рынка слияний и поглощений введением агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекс GUPPI), что позволяет выявить и оценить типы поглощений, потенциально снижающих конкуренцию;

п. 1.4 «Институциональная и эволюционная экономическая теория: эволюционная теория экономической динамики» – раскрыты институциональные микродисфункции регулирования российского рынка слияний и поглощений, что выявило условия формирования на нем институциональной ловушки; обосновано, что использование индекса GUPPI снизит вероятность осуществления ошибок при предварительной оценке сделок антимонопольными органами, что является потенциально важным условием для

блокировки неформальных институтов, конфликтующих с формальными регулирующими институтами данного рынка.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Полученные в диссертационной работе результаты могут быть использованы для повышения эффективности предварительной оценки сделок слияний и поглощений антимонопольными органами и собственниками компаний. В частности, приведенный анализ альтернативных вариантов оценки односторонних эффектов от сделок слияний и поглощений позволил сформулировать конкретные рекомендации для практического использования.

Теоретические положения и практические рекомендации, разработанные в рамках исследования, апробированы в учебном процессе ФГБОУ ВО «Кубанский государственный технологический университет» в преподавании дисциплин «Микроэкономика» и «Теория отраслевых рынков» для студентов бакалавриата направления 38.03.01 «Экономика».

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования обсуждались на научно-методических семинарах кафедры экономической теории и инвестиций ФГБОУ ВО «Кубанский государственный технологический университет» и представлялись на ряде общероссийских и международных конференций: «Экономическая безопасность России в условиях глобальных вызовов: подходы и решения» (Краснодар, 16 февраля 2018 г.); «Приоритеты и механизмы обеспечения устойчивого экономического роста, финансовой стабильности и социальной сбалансированности в России» (Краснодар, 9 апреля 2016 г.); «Поиск модели эффективного развития: экономико-правовые аспекты социохозяйственной модернизации на постсоветском пространстве» (Ереван, 2–9 ноября 2014 г.); «Проблемы, противоречия и перспективы развития России в современном мире: экономико-правовые аспекты» (Париж, 25 января–1 февраля 2014 г.); «Проблемы достижения экономической эффективности и социальной сбалансированности: императивы, правовые и хозяйственные механизмы» (Краснодар, 25–26 апреля 2014 г.); «Поиск модели эффективного развития: экономико-правовые аспекты

реализации стратегии модернизации России» (Айя-Напа, 2–9 ноября 2013 г.); «Экономико-правовые аспекты реализации стратегии модернизации России: глобальное, страновое, региональные измерения» (Сочи, 25–29 сентября 2013 г.).

Рекомендации по оценке односторонних эффектов от сделок слияний и поглощений нашли применение в деятельности органов общественного контроля и организаций корпоративного сектора г. Краснодара. Результаты внедрения подтверждены документами.

Публикации. Результаты исследования опубликованы в 15 работах, в том числе в 7 статьях в научных изданиях, рекомендованных ВАК РФ, 1 статье в зарубежном журнале, 6 статьях в сборниках трудов международных научных конференций. Общий объем публикаций составил 8,3 п.л. (в т.ч. авторских 6,76 п.л.)

Структура и объем работы определяется целью, задачами, логикой исследования и состоит из введения, трех глав, объединяющих 9 параграфов, заключения, списка литературы, включающего 178 источников, 11 приложений. Положения и выводы иллюстрируются 14 таблицами и 11 рисунками. Текст диссертации изложен на 170 страницах.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** раскрыта актуальность проблемы исследования, степень ее научной разработанности, определены цель, задачи, объект и предмет исследования, представлены основные положения, выносимые на защиту, научная новизна, обоснована теоретическая и практическая значимость исследования.

В **первой главе «Концептуальные аспекты исследования рынка слияний и поглощений»** проведен анализ существующих научных представлений о рынке слияний и поглощений, приведено обоснование применения к его исследованию институционального методологического подхода, дополнено определение данного рынка с точки зрения институционального подхода.

В результате проведенного анализа сделан вывод, что рынок слияний и поглощений в работах зарубежных и отечественных ученых-экономистов отождествляется либо с рынком корпоративного контроля, либо – с его сегментом. Подобные трактовки не позволяют отразить интересы субъектов экономических отношений, складывающихся в результате слияний и поглощений.

Выбор институционального методологического подхода к исследованию указанного рынка обоснован необходимостью комплексного изучения взаимосвязей и взаимодействий между субъектами, в соответствии с их интересами, так как в ходе данных сделок потенциально создаются условия для усиления экономической власти отдельных субъектов и формирования соответствующих институциональных дисфункций и негативных эффектов, выходящих за пределы отдельных рынков и сказывающихся на эффективности функционирования всей экономической системы. Масштаб этих дисфункций и негативных эффектов определяется ее институциональной средой.

Применение гносеологического принципа холизма в исследовании в рамках указанного подхода позволило, с одной стороны, характеризовать рынок слияний и поглощений через экономические отношения между его субъектами (компаниями-инициаторами сделок; компаниями-целями; государством; лицами, осуществляющими сопровождения сделок), взаимодействующими по поводу обращения и перераспределения прав корпоративного контроля. С другой стороны – одновременно характеризовать данный рынок через его институциональную структуру, в рамках которой в сфере обращения прав корпоративного контроля организуются институциональные соглашения между субъектами, перераспределяются издержки и выгоды в результате их взаимодействия и принимаются решения об индивидуальном поведении. Согласно обозначенным выводам, предлагается определять рынок слияний и поглощений как совокупность способов организации и координации отношений между компаниями и государством в сфере обращения и перераспределения прав корпоративного контроля в рамках заданной институциональной среды.

При рассмотрении рынка слияний и поглощений с позиции идеальной неоклассической модели вне поля исследования остаются его провалы, которые невозможно преодолеть с помощью координационных механизмов спроса и предложения (запуск «цикла» неэффективных слияний и поглощений вследствие делегирования собственниками компаний полномочий менеджерам, монополизация рынков и др.). Этим обосновывается необходимость дополнения рыночных координационных механизмов спроса и предложения государственной координацией. Однако в рамках институционального методологического подхода к исследованию становится возможным также учитывать существующее противоречие между действиями государства-регулятора и государства-активного участника указанного рынка (таблица 1).

Таблица 1

Координационные механизмы рынка слияний и поглощений

Вид координационного механизма	Характеристика
Ценовая координация	Ценообразование как результат взаимодействия механизмов спроса и предложения, обеспечивающее рыночное саморегулирование
Государственная координация	Создание и обеспечение государством функционирования формальных институтов рынка, таких как регулирующие процедуры, закрепленные в правовых актах, институты арбитражного судопроизводства и др.
Институциональная координация	Институциональное саморегулирование поведения субъектов рынка через формальные институты, такие как кодексы правил поведения; институты разъяснения ("guidelines") и неформальные институты (неформальные правила ведения бизнеса, практика заключения институциональных соглашений, институты медиации)

В результате такой асимметрии интересов государственная координация оказывается неспособной преодолеть вышеперечисленные провалы рынка слияний и поглощений. Соответственно, для эффективного выполнения рынком слияний и поглощений функций по перераспределению прав корпоративного контроля необходимо сочетание следующих координационных механизмов:

спроса и предложения, государства как регулятора и гаранта действия формальных норм, а также не противоречащего данным нормам институционального саморегулирования, представленного кодексами, организациями, либо частным порядком (таблица 1).

Во второй главе «Институты российского рынка слияний и поглощений» исследована институциональная среда и современное состояние данного рынка. Приведен анализ влияния формальных и неформальных институтов на развитие российского рынка слияний и поглощений, обозначены основные провалы этого рынка, сформировавшиеся в результате консервации неэффективных институтов, проанализирована эффективность его формальных регулирующих норм, исследована деятельность государства как регулятора и как субъекта данного рынка.

Анализ эволюции институциональной среды российского рынка слияний и поглощений показал, что начальный этап его формирования и создания норм, его регулирующих (1990-е гг.), происходил в условиях отсутствия рыночных институтов, бессилия государства, активного поиска бюрократической ренты, коррупции и так называемого «правового нигилизма» в условиях массового захвата собственности. Нарушение экономической координации, происходившее в переходный период, было обусловлено распадом старой экономической системы и медленным процессом выработки новых норм и способов поведения экономическими субъектами. В результате неформальные правила взаимодействия, образующие неформальную практику, подменили и вытеснили неработающие формальные институты.

Отсутствие традиций предпринимательства сформировало стремление собственников к стабильным отношениям с контрагентами рынка независимо от реальной эффективности межфирменных связей. Финансово-промышленные группы 1990-х гг., в основном, были неформальными образованиями (не имеющими формальных связей, но объединенными контролирующими собственниками и менеджерами), создававшими «институты малого радиуса действия». Сформировалась экономика «физических лиц». Коррупция

использовалась как альтернативный механизм экономического взаимодействия. Увязывая фактически неработающие формальные правила с экономическими реалиями, она снижала высокие транзакционные издержки, но способствовала перерождению институтов в «антиправила». Результатом стало формирование макроэкономической дисфункции всех институтов хозяйственной системы (рисунок 1).



Рис. 1 Механизм формирования макроэкономической дисфункции

Разнообразие форм участия государства в решениях, принимаемых рыночными субъектами, породило проблему асимметрии действий государства и рыночных институтов. В результате одной из особенностей деятельности государства как субъекта российского рынка слияний и поглощений стало оказание неформальной поддержки участникам заключаемых сделок. В большинстве случаев данная неформальная поддержка ориентирована на достижение тех целей, которых добиваются инициаторы слияния или поглощения. То, какие государственные структуры задействуются, и непосредственно форма участия в сделке слияния или поглощения зависят от целого ряда обстоятельств: масштаб деятельности компании-цели и ее место в

отрасли; рентабельность, ликвидность и кредитоспособность компании-цели; стадия осуществления сделки; дружественная она или нет.

Помимо оказания неформальной поддержки прочих участников российского рынка слияний и поглощений государство само стало активно функционировать на данном рынке в качестве игрока, в основном, через действия компаний с преобладающим государственным участием. В результате наблюдается диссонанс между целями государства-регулятора в сфере пресечения неэффективных и общественно вредных сделок и государства-агента со своими эгоистическими интересами.

Асимметрия интересов государства как субъекта регулирования и как участника указанного рынка привела к формированию институциональных микродисфункций, связанных с «двойными стандартами» правоприменения для разных классов собственников, поиском бюрократической ренты, смещением функциональных воздействий государства-регулятора и государства-рыночного субъекта. Данные микродисфункции формальных регулирующих институтов способствовали закреплению ловушки применения оценочных норм антимонопольного законодательства, реализующейся в невозможности эффективного пресечения недобросовестных, и, одновременно, в торможении обоснованных и эффективных сделок на российском рынке слияний и поглощений (рисунок 2).

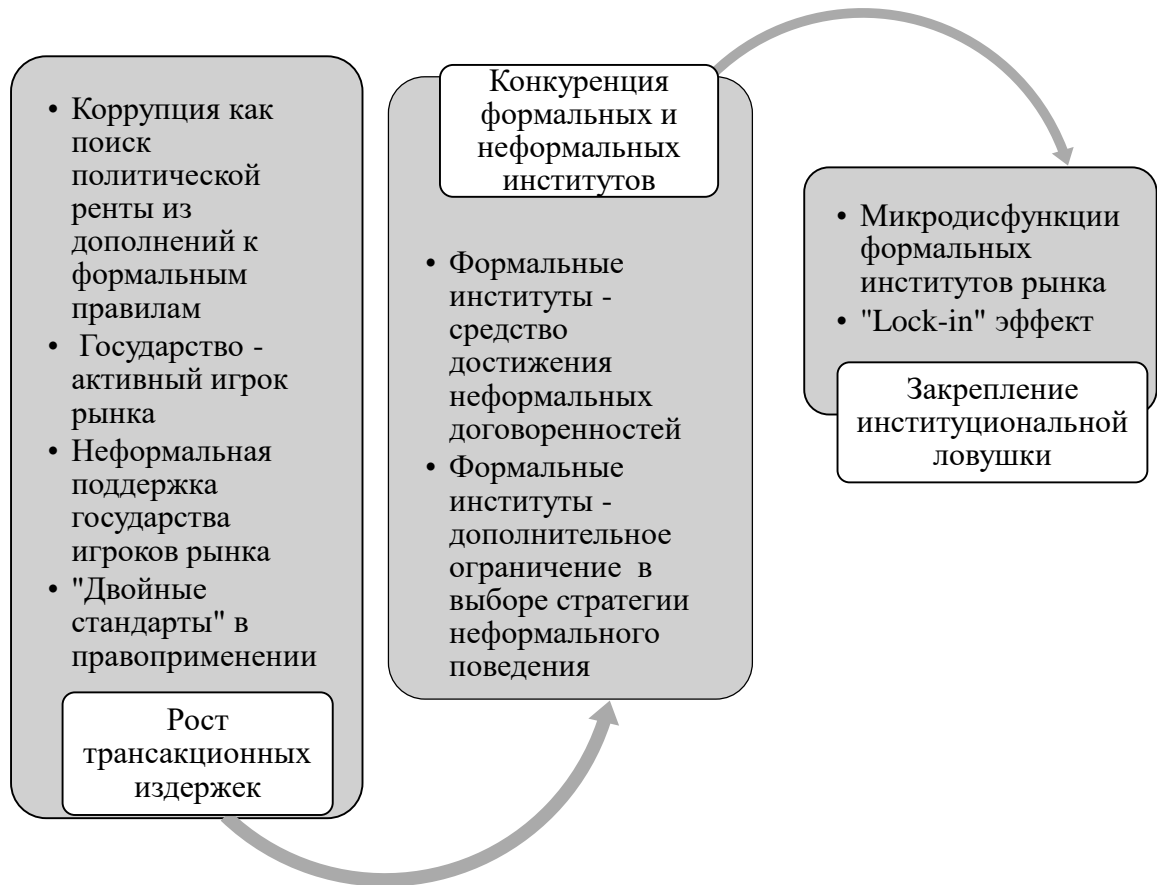


Рис. 2 Механизм формирования институциональной ловушки на российском рынке слияний и поглощений

В третьей главе «Эффекты российского рынка слияний и поглощений» обоснована необходимость исследования такого аспекта данного рынка, как односторонние эффекты. Сделаны выводы о целесообразности и применимости такого метода анализа односторонних эффектов, как агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекса GGUPPI) в российской экономической практике в качестве способа предварительной оценки предполагаемых сделок. Выявлена нейтрализация эффектов неформальных взаимодействий, блокирующих нормальное функционирование российских формальных институтов регулирования рынка слияний и поглощений, при использовании данного индекса органами антимонопольного регулирования и прочими рыночными субъектами. Приведены рекомендации, способствующие преодолению институциональных ловушек данного рынка в российских условиях.

Установлено, что совершенствование институциональной среды российского рынка слияний и поглощений требует дальнейших преобразований, направленных на снижение асимметричности информации между субъектами рынка и государством, а также блокировку неформальных институтов, конфликтующих с формальными регулирующими институтами. Осуществление таких преобразований потенциально приведет к увеличению адаптивной эффективности данных институтов, а соответственно, снижению трансакционных издержек и неопределенности, и, следовательно, росту эффективности российского рынка слияний и поглощений.

Сделан вывод, что анализ конкурентных действий субъектов на конкретных рынках и возникающих в связи с этим эффектов создают основу для единообразной правоприменительной практики в рамках регулирования процессов слияний и поглощений. Соблюдение стандартов экономического анализа в практике применения норм, регулирующих рынок слияний и поглощений, является важным условием исключения «двойных стандартов» правоприменения, так как снизит вероятность осуществления ошибок и повысит адаптивную эффективность существующих формальных норм путем снижения стимулов реализовывать антиконкурентные неформальные практики. Для добросовестных рыночных субъектов в результате снижаются трансакционные издержки, что приведет к повышению размера выигрышей потребителей, и, следовательно, аллокативной эффективности всей хозяйственной системы в целом.

Расширение применения стандартов экономического анализа при оценке слияний и поглощений также повысит значимость деятельности общественных палат и экспертных советов по контролю поведения субъектов указанного рынка. Возможность осуществления независимого исследования перспектив предполагаемых существенных сделок слияний и поглощений и анализ уже свершившихся сделок сторонними экспертами будут способствовать пресечению искажения информации и недобросовестного поведения субъектов.

В дальнейшем это приведет к появлению новых эффективных форм неформального контроля на российском рынке слияний и поглощений.

Следует отразить необходимость применения стандартов экономического анализа при оценке слияний и поглощений в развиваемых ФАС России в рамках «Стратегии развития конкуренции и антимонопольного регулирования в Российской Федерации на период 2013 – 2024 гг.» институтов разъяснений и рекомендаций («guidelines»). Данные институты являются адаптацией западных институтов саморегулирования рынка слияний и поглощений, направленных на устранение асимметрии информации между регулирующими органами и субъектами рынка. В настоящий момент ФАС России ведет работу в этом направлении по разработке рекомендаций по доказыванию недопустимых соглашений и согласованных действий на товарных рынках, оценке допустимости способов ведения бизнеса субъектами, занимающими доминирующее положение на рынке и оценке «вертикальных» соглашений.

Предложенное в работе внедрение такого инструмента анализа, как расчет агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) для оценки вероятности наступления односторонних эффектов от слияний и поглощений, позволит избежать «двойных стандартов» в правоприменении антимонопольных норм, негативно влияющих на условия и результаты деятельности экономических субъектов рынка слияний и поглощений и национальной экономики в целом.

Агрегированный индекс валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI) был предложен Д. Брито, А. Озорио и Р. Риберио в 2015 году. Разработка данного показателя была связана с особенностями исследования односторонних эффектов от частичных поглощений. Частичные поглощения, в отличие от полных, не ограничивают необратимо и полностью конкуренцию между компаниями, однако дают компаниям возможность и стимулы в одностороннем порядке ухудшить конкурентное состояние в результате потери соперничества между ними.

Особого внимания заслуживают частичные поглощения, порождающие структуры общего владения собственностью. Данные сделки инициируются собственниками, внешними к данной отрасли, однако обладающими долями участия в нескольких конкурирующих фирмах. Односторонние эффекты от таких поглощений в большей степени зависят от того, идет ли речь о финансовом участии или корпоративном контроле.

Поскольку для антимонопольных органов частичные поглощения могут предоставлять определенный интерес, следовательно, растет актуальность оценок создаваемыми ими односторонних конкурентных эффектов. В настоящее время в России не проводится детальная оценка вероятности наступления односторонних эффектов от сделок разных типов на рынке слияний и поглощений, но с помощью вышеописанного индекса она становится возможна в российской антимонопольной практике.

На основе проведенных в работе расчетов агрегированного индекса валового повышения ценового давления (индекса GGUPPI) на примере сделки между операторами связи «Ростелеком» и «Теле2 Россия» по поводу создания совместного предприятия «Т2 РТК Холдинг» доказано, что данный индекс обладает существенным потенциалом расширенного применения к проблемам рынка слияний и поглощений. Чтобы анализ возможности возникновения односторонних эффектов от сделки, влияющих на ценовое давление, был более показательным, был рассмотрен ряд гипотетических сделок, аналогичных фактической, а именно: приобретение 45% доли корпоративного контроля и 45% доли финансового участия в совместном предприятии, созданном на базе «Теле2 Россия» компаниями «МТС», «Мегафон» и «ВымпелКом» соответственно. Все данные получены из отчетности компаний, публикуемой в открытом доступе, на момент, предшествующий заключению сделки (2013 г.) отражены в таблице 2.

Исходные данные для расчета GGUPPI

Показатели	МТС	Мегафон	ВымпелКом	Ростелеком	Теле2 Россия
Цена (средняя стоимость минуты связи), руб	0,93	1,09	1,16	1,48	0,876
Надбавка (маржа операционной прибыли за год), руб	0,237	0,3	0,276	0,207	0,251
Эластичность спроса на услуги мобильной связи	1,68	2,77	2,54	0,77	0,11
Перекрестная ценовая эластичность с услугами мобильной связи Теле2 Россия	0,018	0,031	0,019	0,034	-
Рыночная доля до заключения сделки, %	29	29	24	10	6

Показатели надбавок компаний имеют сходные значения. Значения перекрестной ценовой эластичности для услуг потенциальных конкурентов показывают, что данные услуги являются близкими субститутами. Услуги находятся в границах одного рынка. Наиболее высокая цена услуг – у компании «Ростелеком». Результаты итоговых оценок возможности возникновения односторонних эффектов от анализируемой сделки представлены в таблице 3.

Таблица 3

Сводные результаты расчета агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI)

	GGUPPI, %				
	Ростелеком 45% доля голосующих акций в совместном предприятии	Ростелеком 100% доля голосующих акций в совместном предприятии	МТС 45% доля голосующих акций в совместном предприятии	Мегафон 45% доля голосующих акций в совместном предприятии	ВымпелКом 45% доля голосующих акций в совместном предприятии
МТС	0	0	9,082	0	0
Мегафон	0	0	0	15,22	0
ВымпелКом	0	0	0	0	6,414
Ростелеком	2,636	3,392	0	0	0
Теле2 Россия	0,744	1,654	0,049	0,062	0,043

Полученные из расчета результаты (при следующей базе сравнений: равное число компаний, вовлеченных в сделку; объектом сделок является объем акционерного капитала) позволяют предполагать, что:

- полные слияния компаний провоцируют более высокие односторонние антиконкурентные эффекты по сравнению с частичными поглощениями;

- образование перекрестной структуры собственности в результате сделки, инициированной любой из компаний-конкурентов, обладающих сравнительно большими рыночными долями в рассматриваемой отрасли, повлекут за собой более высокие односторонние эффекты и ослабление конкуренции;

- поглощения, инициируемые собственниками, являющимися внутренними для рассматриваемой отрасли, повлекут за собой более высокие односторонние эффекты и ослабление конкуренции по сравнению с поглощениями, инициируемыми собственниками, являющимися внешними для рассматриваемой отрасли.

Сделан вывод, что агрегированный индекс валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI) можно использовать при анализе любого типа поглощений, которые потенциально ведут к снижению конкуренции на рынке. Более того, данный показатель можно использовать при анализе как прямых, так и косвенных приобретений прав корпоративного контроля (что особенно важно для целей антимонопольного регулирования, так как косвенные приобретения долей участия могут, в частности, использоваться для обхода антимонопольного законодательства, ограничивающего прямые приобретения долей участия компаниями-конкурентами).

Расчет агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) относится к группе методов симулирования слияний. Можно сделать вывод о возможности применения вышеназванного показателя в России в комбинации с уже используемыми методами экономического анализа для создания более широкой доказательной основы для принятия решений российскими антимонопольными органами. Это имеет существенное значение

для разработки практических рекомендаций в области совершенствования государственного регулирования рынка слияний и поглощений.

Поскольку агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) может быть вычислен с использованием данных, предоставляемых компаниями в соответствии с требованиями обязательного раскрытия информации, следует сделать вывод о возможности его расчета не только специалистами антимонопольных органов, но также инициаторами предполагаемых сделок, сторонними независимыми оценщиками и экспертами, что будет способствовать снижению неопределенности и пресечению асимметричности информации на российском рынке слияний и поглощений.

При аккумулировании данных расчетов агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) для разных типов слияний и поглощений становится возможным создание информационных таблиц, в которых в зависимости от отрасли, типа предполагаемой сделки, долей первичного и итогового распределения финансового участия и корпоративного контроля будут представлены данные о вероятности наступления односторонних эффектов от сделки. В перспективе это поможет значительно упростить процедуру предварительной оценки предполагаемой сделки и сделает ее более прозрачной, что также снизит транзакционные издержки данной процедуры.

Предлагается в связи с этим внести рекомендации о применении агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) в приютую ФАС России «Стратегию развития конкуренции и антимонопольного регулирования в Российской Федерации на период 2013–2024 гг.» и разработанные ФАС России «Разъяснения по порядку и методике оценки соглашений о совместной деятельности». Такие меры будут полезны в рамках развития формирующегося в России института разъяснений («guidelines») с целью устранения асимметрии информации между органами антимонопольного регулирования и хозяйствующими субъектами, а также для обеспечения единообразия правоприменения в сфере антимонопольного регулирования. Для инициаторов предполагаемых сделок слияний и поглощений это будет

возможностью сформировать устойчивые ожидания относительно вердикта антимонопольных органов касательно решения о разрешении сделки и соответствующим моделированием дальнейших действий. Для работников ФАС России, членов Общественных и Экспертных советов при ФАС России это снизит вероятность осуществления ошибок при предварительной оценке предполагаемых сделок слияний и поглощений.

Таким образом, внедрение такого инструмента анализа, как расчет агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI), будет способствовать ликвидации «двойных стандартов» в правоприменении антимонопольных норм и снижению вероятности осуществления ошибок при предварительной оценке антимонопольными органами предполагаемых сделок, что в целом повысит адаптивную эффективность существующих формальных норм, регулирующих взаимодействия на российском рынке слияний и поглощений. Это потенциально блокирует институциональную ловушку в сфере применения оценочных норм, снижает транзакционные издержки и сдерживает стимулы субъектов российского рынка слияний и поглощений реализовывать сложившиеся за последние 25 лет негативные неформальные практики взаимодействий.

В заключении диссертации сформулированы основные выводы по теме.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в журналах, рекомендованных ВАК РФ:

1. Алексеенко, А.Г., Зыза, В.П. Виды координации на рынке слияний и поглощений: институциональный подход / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 10. – С. 1159–1162 (0,6/0,5 п.л.);
2. Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – № 3 (21). – С. 29–35 (0,6 п.л.);
3. Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. - № 3. – С. 106–112 (0,75 п.л.);
4. Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – № 6. – С. 74–80 (0,75 п.л.);
5. Зыза, В.П., Алексеенко, А.Г. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – № 4 (52). – С. 75–77 (0,49/0,35 п.л.);

6. Нечепуренко, А.С., Зыза, В.П., Алексеенко, А.Г. Т2 РТК Холдинг: многообразие синергий / А.С. Нечепуренко, В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2014. – № 9. – С. 32–33 (0,23/0,2 п.л.);

7. Нечепуренко, А.С., Кравцова, Ж.В., Алексеенко, А.Г. Реструктуризации в телекоммуникациях / А.С. Нечепуренко, Ж.В. Кравцова, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2013. – № 7. – С. 16–19 (0,45/0,35 п.л.);

Публикации в других научных изданиях и журналах:

8. Alekseenko, A.G., Zyza, V.P. Wayward Mergers and Acquisitions in Modern Russia / A.G. Alekseenko, V.P. Zyza // The Journal of Aussie-Sino Studies. – 2015. – Vol.1, No. 2. – pp. 42–45 (0,34/0,3 п.л.);

9. Алексеенко, А.Г. Тренды развития мировых рынков слияний и поглощений: новые вызовы / А.Г. Алексеенко // Научные труды КубГТУ. – 2018. – № 6. – С. 9–15 (0,44 п.л.);

10. Алексеенко А.Г. Российский рынок слияний и поглощений – окончание спада? / А.Г. Алексеенко // Приоритеты и механизмы обеспечения устойчивого экономического роста, финансовой стабильности и социальной сбалансированности в России. Сборник статей международной научно-практической конференции. Под ред. В.В. Сорокожердьева. – Краснодар, 2016. – С. 10–14 (0,25 п.л.);

11. Алексеенко А.Г., Зыза В.П. Рынок слияний и поглощений как сегмент рынка корпоративного контроля / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза // Поиск модели эффективного развития: экономико-правовые аспекты социохозяйственной модернизации на постсоветском пространстве. Сборник статей международной научно-практической конференции. Под ред. Г.Б. Клейнера, Э.В. Соболева, В.В. Сорокожердьева. – Краснодар, 2015. – С. 9–16 (0,44/0,4 п.л.);

12. Алексеенко, А.Г., Шилович, О.Б., Зыза, В.П. Трансформация рейдерства как теневого сегмента рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко, О.Б. Шилович, В.П. Зыза // Проблемы достижения экономической эффективности и социальной сбалансированности: императивы, правовые и хозяйственные механизмы. Материалы международной научно-практической конференции, посвященной 95-летию Финансового университета. Под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – Краснодар, 2014. – С.6–8 (0,8/0,5 п.л.);

13. Зыза В.П., Алексеенко А.Г. Предотвращение неэффективных сделок слияний и поглощений: институциональный аспект / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы, противоречия и перспективы России в современном мире: экономико-правовые аспекты. Сборник статей международной научно-практической конференции. Под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – Краснодар, 2014. – С. 121–125 (1,4/0,7 п.л.);

14. Алексеенко, А.Г., Зыза В.П. Слияния и поглощения компаний в России: в поисках конкурентоспособности / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза // Поиск модели эффективного развития: экономико-правовые аспекты реализации стратегии модернизации России. Сборник статей международной научно-практической конференции. Под ред. О.В. Иншакова, Г.Б. Клейнера, В.В. Сорокожердьева, З.М. Хашевой. – Краснодар: ЮИМ, 2013. – С. 8–13 (0,38/0,29 п.л.);

15. Алексеенко, А.Г. Корпоративные слияния – путь к новым возможностям (на примере ОАО «Ростелеком») / А.Г. Алексеенко // Экономико-правовые аспекты реализации стратегии модернизации России: глобальное, страновое, региональное измерения. Сборник статей международной научно-практической конференции. Часть 1. Под ред. О.В. Иншакова, Г.Б. Клейнера, В.В. Сорокожердьева, З.М. Хашевой. – Краснодар: ЮИМ, 2013. – С. 7–13 (0,38 п.л.).