

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Кубанский государственный технологический университет»

На правах рукописи



Алексеевко Анастасия Германовна

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

08.00.01 – Экономическая теория

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
кандидат экономических наук, профессор
Зыза Валерий Павлович

Краснодар – 2021

Содержание

Введение.....	3
Глава 1 Концептуальные аспекты исследования рынка слияний и поглощений	13
1.1 Развитие научных представлений о рынке слияний и поглощений	13
1.2 Разработка методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений.....	23
1.3 Разграничение основных механизмов координации рынка слияний и поглощений.....	31
Глава 2 Институты российского рынка слияний и поглощений	61
2.1 Раскрытие институциональных дисфункций.....	61
2.2 Анализ асимметрии интересов государства-регулятора и государства-рыночного субъекта.....	70
2.3 Оценка формальных норм институциональной среды.....	75
Глава 3 Эффекты российского рынка слияний и поглощений.....	86
3.1 Необходимость фокусирования анализа на односторонних эффектах....	86
3.2 Методические возможности оценки односторонних эффектов.....	101
3.3 Основные направления повышения эффективности регулирования рынка слияний и поглощений.....	124
Заключение.....	133
Список литературы.....	141
Приложения	160

Введение

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. Семенкова, В. Соболева, О. Сухарев, Д. Фролов, Н. Хасаншина, А. Хачатуров, И. Чеkun, 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, смешением 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 социоэкономической 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.

Глава 1. Концептуальные аспекты исследования рынка слияний и поглощений

1.1 Развитие научных представлений о рынке слияний и поглощений

Характерной чертой современной экономической реальности является стремление компаний обеспечить себе стабильное положение на рынке и высокую конкурентоспособность за счет получения корпоративного контроля - «возможности оказывать влияние на процесс принятия управленческих решений, связанных с деятельностью корпорации»¹.

Исследование американского экономиста Г. Мэнни (1965 г.) дало начало использованию термина «рынок корпоративного контроля». Итогом данного исследования стала «формулировка гипотезы о наличии прямой связи между эффективностью управления компанией и рыночной стоимостью ее акций»². Исходя из нее, сигналом всем рыночным субъектам о неэффективном управлении компанией станет падение цены ее акций ниже среднерыночной. Следовательно, компания становится привлекательным потенциальным объектом сделки для другой компании с более эффективным менеджментом.

В современной российской экономической науке существует несколько подходов к определению сущности категории рынка корпоративного контроля. Трактовка определения рынка корпоративного контроля с позиции теории прав собственности дается Ю.В. Игнатишиным. Согласно данной трактовке, «рынок корпоративного контроля является, по сути, рынком обращения прав контроля над компанией, то есть совокупности экономических и юридических прав,

¹ Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – № 6. – С. 74-80.

² Зыза, В.П. Предотвращение неэффективных сделок слияний и поглощений: институциональный аспект / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко; в сборнике статей международной научно-практической конференции под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – 2014. – С. 6-8

дающих собственникам возможность влиять на стратегию развития и текущую деятельность компании»³.

К правовому подходу также можно отнести трактовку О.В. Осипенко рынка корпоративного контроля как сферы обращения прав участия, дающего субъекту гарантии принятия необходимых решений органами управления хозяйственного общества или их взаимосвязанной группой (холдингом)⁴. При этом под корпоративным контролем подразумевается совокупность формализованных и неформальных прав и способов их реализации, гарантирующих принятие и исполнение решений.

А.Д. Радыгин определяет рынок корпоративного контроля как специфический финансовый рынок, основной функцией которого является перераспределение акционерной собственности корпорации, порождающее смену стратегии развития соответствующей корпорации⁵.

На рынке корпоративного контроля действуют два взаимообратных процесса – интеграции и дезинтеграции. В первом случае ученые чаще всего подразумевают такие интеграционные механизмы, как слияния и поглощения компаний⁶. Как следует из ранее рассмотренной гипотезы Г. Мэнни, получение в результате сделки слияния или поглощения прав контроля над «недооцененной компанией более эффективно функционирующей компанией дает возможность не просто увеличения активов, но достижения синергетического эффекта от объединения этих активов»⁷. При этом компания-инициатор слияния или поглощения обычно не подвергает пересмотру каждую производственную технологию компании-цели. В некоторых случаях рыночная стоимость компании-

³ Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. - СПб. : Питер, 2005. – С. 15

⁴ Осипенко, О.В. Корпоративный контроль. Экспертные проблемы эффективного управления дочерними компаниями. Книга 1. Установление корпоративного контроля / О.В. Осипенко. – М. : Статут, 2013. – С.17

⁵ Радыгин, А.Д. Слияния и поглощения в корпоративном секторе: основные подходы и задачи регулирования / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2002. – N 12. – С. 89

⁶ Иванов, Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю.В. Иванов. – М. : Альпина Паблишер, 2001. – С.12

⁷ Павленко, Ю.Г. Корпоративная экономика в институциональном контексте / Ю.Г. Павленко. - М. : Институт экономики РАН, 2002. – С.5

цели может значительно возрасти уже после отказа от проектов с отрицательной чистой приведенной стоимостью.

Процессы интеграции и дезинтеграции на рынке корпоративного контроля взаимосвязаны и могут протекать параллельно между собой. Как пример можно привести выделение части компании и последующее выставление ее на продажу. Для компании-продавца данное действие определяется как процесс дезинтеграции. Компания-покупатель рассматривает это как процесс интеграции⁸.

Р. Брейли и С. Майерс классифицируют дезинтеграционные процессы, происходящие в компаниях, на выделение и разделение⁹. Н.Б. Рудык и Е.Б. Семенкова рассматривают аналогичные формы этих процессов: продажа, выделение, дивестиция (или разделение)¹⁰.

Среди исследователей не существует единого мнения по поводу классификации интеграционных процессов. А.М. Маршак рассматривает следующие формы интеграции компаний: «слияние или поглощение; стратегический альянс; долгосрочный контракт»¹¹.

Исследователи А.Е. Хачатуров и П.П. Лапшин подразделяют интеграционные процессы на «жесткие, представленные слияниями и поглощениями, и мягкие, представленные альянсами, партнерствами, совместными предприятиями, консорциумами и т.д.»¹².

Д.А. Ендовицкий и В.Е. Соболева подразделяют формы интеграции компаний на жесткую, выражающуюся в полном слиянии или поглощении; умеренную, выражающуюся в покупке контрольного пакета акций компании, и

⁸ Егорова, Н.Е. Особенности современного этапа взаимодействия предприятий на рынке слияний и поглощений и условия принятия легитимных решений / Н.Е. Егорова; в коллективной монографии: Мезоэкономика развития под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. – М. : Наука, 2011. – С. 273

⁹ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. / Р. Брейли, С. Майерс; под ред. Е.А. Бережновой и Н.М. Дмуховской; пер. с англ.– 7-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2016. – С.21

¹⁰ Рудык, Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.Б. Семенкова. - М. : Финансы и статистика, 2000. – С. 290

¹¹ Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М. : КноРус, 2016. – С. 40

¹² Лапшин, П.П. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / П.П. Лапшин, А.Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – N 2. – С. 25

мягкую, выражающуюся в объединении компаний ради общей цели «без организационно-правовых изменений на основе договора»¹³.

В основе всех приведенных классификаций лежат следующие критерии: мотивы интеграционных процессов, механизм их осуществления, итог интеграционных процессов.

Можно сделать вывод, что среди видов интеграционных процессов, протекающих на рынке корпоративного контроля, как в России, так и за рубежом наибольшее распространение получили слияния и поглощения компаний. Это, в первую очередь, связано с общеэкономическими процессами развития конкурентных отношений. С конца 20 века основным принципом экономического развития является «ориентация на экспансию и рост, вследствие чего компании и корпорации стремятся изыскивать дополнительные источники расширения своей деятельности и получения синергетического эффекта»¹⁴. Процессы слияний и поглощений являются не просто инструментом перераспределения собственности, но элементом общих экономических преобразований, в которых компания выступает субъектом хозяйственной деятельности.

Компании широко используют слияния и поглощения не только с целью получения дополнительной стоимости, но и в рамках усиления своей конкурентной позиции, повышения инвестиционной привлекательности, защиты от неопределенности и изменчивости факторов внешней среды; возможности выхода на новые, ранее недоступные рынки. Однако, многие исследователи, в том числе С.В. Гвардин и И.Н. Чекун отмечают, что определение полного эффекта от сделок слияний и поглощений является трудно прогнозируемым из-за высоко сложных внутренних механизмов интеграционного процесса¹⁵.

Однозначного толкования экономической сущности понятия «слияние и поглощение», представленного в исследованиях как зарубежных, так и

¹³ Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М. : КноРус, 2016. – С. 40

¹⁴ Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – С. 10

¹⁵ Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – С. 22

российских ученых не существует. Например, С. Росс, Р. Вестерфилд и Б. Джордан определяют слияния и поглощения как вариант формы приобретения корпоративного контроля. Непосредственно слияние ученые рассматривают как «вариант юридической формы поглощения, при которой происходит объединение всех активов и обязательств участников сделки в рамках одной компании»¹⁶. К другим вариантам поглощения ученые относят «сделки, осуществленные путем приобретения контрольного пакета акций или активов»¹⁷.

Приобретение корпоративного контроля как основную сущностную характеристику слияний и поглощений подчеркивают Р. Брейли и С. Майерс. По мнению ученых, суть слияний и поглощений состоит в объединении двух компаний в одну. В своей работе «Принципы корпоративных финансов» они представляют несколько форм организации слияния: «объединение компаний; покупка эффективного большинства акций компании; покупка нескольких или всех активов компании»¹⁸.

Т. Дж. Галпин и М. Хэндон изучают слияния и поглощения с точки зрения менеджмента изменений. По их мнению, данные процессы являются частью глобальной стратегии развития компании, дающей возможность противостоять негативным факторам внешней среды, так как они способны радикально изменить организационную структуру компании или непосредственно саму внешнюю среду компании. Т.Дж. Галпин и М. Хэндон выделяют три формы поглощений: «полную (объединение всех видов деятельности и бизнес-процессов компаний), умеренную (объединение в рамках хозяйственных функций либо ключевых бизнес-процессов при неизменной текущей хозяйственной деятельности поглощенной компании) и минимальную (объединение отдельных функций управления и контроля в рамках компании-инициатора поглощения)»¹⁹.

¹⁶ Росс, С. Основы корпоративных финансов: ключ к успеху коммерческих организаций / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ. под ред. Ю.В. Шленова. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – С. 68

¹⁷ Там же, С. 70

¹⁸ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. / Р. Брейли, С. Майерс; под ред. Е.А. Бережновой и Н.М. Дмуховской; пер. с англ. – 7-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2016.- С. 112

¹⁹ Галпин, Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Т. Дж. Галпин, М. Хэндон; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2005. – С. 66

А. Дамодаран сущностью процесса слияний и поглощений считает оптимальный путь достижения компанией стратегических целей развития. В своих исследованиях он использует термин «приобретение». Анализируются несколько разновидностей приобретения. Враждебное поглощение или тендерное предложение о покупке акций – целевая (поглощаемая) фирма продолжает свое существование, пока имеются акционеры, отказывающиеся от тендерного предложения. В большинстве случаев это заканчивается слиянием. Следующая разновидность приобретения – покупка активов, в результате которой целевая компания остается существовать в виде компании-оболочки. Еще одной разновидностью приобретения являются слияния. При слиянии «целевая компания становится частью приобретающей компании с соответствующей санкции обеих компаний»²⁰. Последней формой приобретения являются объединения, при которых целевая и приобретающая компании соединяются с целью создания новой компании при соответствующей санкции акционеров обеих компаний.

Слияние в трактовке П. Гохана является «объединением двух компаний, при котором одна из компаний остается, а вторая ликвидируется»²¹. Когда компания-инициатор «принимает активы и обязательства компании-цели, данный вид слияния называется статутным; если целевая компания становится дочерней – подчиняющим; если дочерняя компания приобретающей компании вливается в целевую компанию – обратным подчиняющим слиянием»²². Термин «поглощение» исследователь относит в основном к враждебным сделкам.

М.А. Козодаев определяет поглощение как «полную либо частичную покупку компании другой компанией»²³. Компания, являющаяся объектом сделки, не обязательно сохраняет форму самостоятельного юридического лица.

²⁰ Дамодаран, А. Оценка стоимости активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М. : Попурри, 2011. – С.39

²¹ Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – С. 140

²² Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – С. 140

²³ Леле, М. Абсолютное оружие. Как убить конкуренцию: захват и удержание рынка / М. Леле. – СПб. : Питер, 2009. – С. 17.

Слияния он считает поглощениями по факту, так как корпоративный контроль всегда получает более сильная компания.

П.П. Лапшин и А.Е. Хачатуров к процессу слияний и поглощений причисляют «все операции, направленные на изменение корпоративного контроля»²⁴. Поглощения характеризуются как жесткая форма интеграции, при которой «поглощаемая компания становится частью финансовой, производственной, технологической, управленческой и сбытовой схемы компании-покупателя»²⁵.

В.Г. Крыжановский рассматривает слияния и поглощения как процесс реструктуризации компаний, то есть «структурную перестройку в целях эффективного распределения и использования всех ресурсов компании, заключающегося в создании комплекса бизнес-единиц на основе соединения действующих и организации новых структурных подразделений, присоединения к компании других компаний и приобретения определяющей доли в уставном капитале или акций сторонних организаций»²⁶.

А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, а также Н.Б. Рудык и Е.Б. Семенова являются авторами трактовки сущности слияния как «финансовой сделки, в результате которой происходит объединение двух или более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний, сохранением состава собственников и прав»²⁷. Сущность поглощения для исследователей заключается в «переходе собственности на купленную компанию, зачастую сопряженным со сменой ее менеджмента, финансовой и производственной политики»²⁸. В частности, по мнению Н.Б. Рудыка сделки дружественного поглощения и слияния компаний являются эквивалентными.

²⁴ Лапшин, П.П. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / П.П. Лапшин, А.Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – N 2. – С. 24

²⁵ Там же, С. 26

²⁶ Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – С. 35.

²⁷ Радыгин, А.Д. Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов // Экономическая политика. – 2010. – N 5. - С. 69

²⁸ Рудык, Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2008. – С. 41.

Ю.В. Игнатишин представляет слияние как «процесс реорганизации объединяющихся компаний, итогом которого является создание новой компании»²⁹. Вместо поглощения исследователь использует термин «приобретение», определяемый как «покупку прав корпоративного контроля в одностороннем порядке и в рамках существующих организационно-правовых форм»³⁰.

Согласно представлениям Д.А. Ендовицкого и В.Е. Соболевой «слиянием является сделка, результатом которой становится объединение двух и более компаний в одну, сопровождающееся конвертацией акций сливающихся компаний и сохранением состава собственников»³¹. При этом исследователи считают, что к слияниям также можно отнести «процесс полного или частичного объединения активов компаний-участниц на контрактной основе с целью достижения общих стратегических целей»³². Изменения организационно-правовых форм компаний-участниц при этом не происходит. По мнению исследователей, «поглощение - это сделка покупки контрольного пакета акций компании, результатом которой становится переход прав собственности на данную компанию»³³. При этом не обязательно происходит слияние организационных структур компаний-участниц. Формально компания-цель сделки остается самостоятельной или «происходит частичное слияние организационных структур компаний»³⁴. Частным случаем поглощения исследователи считают покупку.

С.В. Лупашко и О.И. Маликова определяют слияние как «реорганизацию, в результате которой права и обязанности компаний переходят к новой в

²⁹ Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. - СПб. : Питер, 2005. - С. 27

³⁰ Там же, С. 28

³¹ Ендовицкий, Д.А. Анализ тенденций развития процессов слияния и поглощения компаний в Российской Федерации / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Экономический анализ: теория и практика. - 2007. - N 13. - С. 3

³² Там же, С.4

³³ Там же, С. 5

³⁴ Ендовицкий, Д.А. Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности компании-цели слияния/поглощения / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Экономический анализ: теория и практика. - 2008. - N 6. - С. 10

соответствии со специальным актом»³⁵. Согласно статьям 57, 58 Гражданского кодекса РФ и Федеральному закону № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», «необходимое условие сделки слияния - это создание нового юридического лица, так как основой образования новой компании являются прежние компании, полностью теряющие самостоятельное существование»³⁶.

Термин «присоединение» заменяет в российских нормативно-правовых актах термин «поглощение». Сущностью присоединения в данном случае является «прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому юридическому лицу»³⁷.

Для западного права по сравнению с этим не характерно разграничивать термины «слияние» и «поглощение». Многие специалисты определяют понятия «слияние» («merger») и «поглощение» («acquisition») как взаимозаменяемые и часто объединяют их аббревиатурой «M&A» («Merger and Acquisition») при обозначении подобных сделок³⁸. Слияние в данном случае рассматривается как объединение двух или более компаний, итогом которого является сохранение самостоятельности и существования одной из них и ликвидация остальных (условно формулу данного процесса можно выразить как: $A=A+B+C$), что по сути является аналогом российского «присоединения», описанного выше.

Проанализировав приведённые выше определения сущности слияний и поглощений, можно сделать вывод, что в экономическом смысле исследование процессов слияний и поглощений как отдельно взятых сделок, входящих только в сферу интересов отдельных продавцов и покупателей не будет показательным. Динамичное развитие процессов слияний и поглощений оказывает существенное влияние на национальное экономическое развитие путем изменения числа

³⁵ Лупашко, С.В. Слияния и поглощения компаний на российском рынке / С.В. Лупашко. – М. : МАКС Пресс, 2007. – С. 76

³⁶ Маликова, О.И. Основные этапы развития процессов слияний и поглощений на рынке. Трансформация роли собственников / О.И. Маликова, С.В. Лупашко; в сборнике: Слияния и поглощения в системе современной экономики; под ред. А.Н. Фоломьева. – М. : Изд. РАГС, 2009. – С. 80

³⁷ Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая, третья и четвертая: [федер. закон: принят Гос. Думой 21 окт. 1994 г.: по состоянию на 5 февраля 2017 г.]. – М. : Проспект, 2017. – 624 с.

³⁸ Гранди, Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди; пер. с англ. – М. : Эксмо, 2008. – С. 21

«имеющихся рабочих мест, инвестиционного рейтинга страны, воздействия на совокупный спрос и совокупное предложение»³⁹.

Наличие значимых на микроэкономическом и макроэкономическом уровне эффектов от процессов слияний и поглощений обуславливают необходимость использования понятия «рынок слияний и поглощений» как самостоятельной экономической категории. Нередко рынок слияний и поглощений отождествляется с рынком корпоративного контроля либо с его сегментом. Например, Л.А. Трифонова рассматривает рынки слияний и поглощений акционерных обществ в качестве составных частей рынка корпоративного контроля. По мнению исследователя, на рынке слияний «наблюдается объединение акционерных и функционирующих капиталов, в то время как на рынке поглощений – объединение только акций как прав на управление акционерным обществом»⁴⁰. Однако подобные трактовки не позволяют учесть в определении специфику микро- и макроэкономических изменений, порождаемых слияниями и поглощениями. Координационные механизмы рынка слияний и поглощений обеспечивают «реаллокацию ресурсов, перемещая капитал в ходе сделок в сферы его наиболее эффективного использования»⁴¹. В результате изменяется баланс конкурентных сил, организация производственных процессов и, следовательно, оказывается влияние на всех субъектов национальной экономики⁴².

Также, вышеописанные трактовки не отражают интересов субъектов экономических отношений, складывающихся в результате слияний и поглощений. Например, подобные сделки могут совершаться для реализации политических целей, при этом экономическая эффективность и целесообразность их осуществления отходит на второй план. Следовательно, государство будет

³⁹ Баранников, А.Л. Слияния и поглощения в системе современной экономики / под ред. А.Н. Фоломьева; Российская акад. гос. службы при Президенте Российской Федерации. – М. : РАГС, 2009. – С. 30

⁴⁰ Трифонова, Л.А. Рынок корпоративного контроля: сущность, особенности формирования в России / Л.А. Трифонова // Актуальные проблемы современной науки. – 2007. - № 4. – С. 23

⁴¹ Алексеенко, А.Г. Рынок слияний и поглощений как сегмент рынка корпоративного контроля / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. Г.Б. Клейнера, Э.В. Соболева, В.В. Сорокожердьева. – 2015. – С.10

⁴² Там же, С. 10

проявлять активное участие в процессах слияний и поглощений, что может спровоцировать асимметрию действий государства-регулятора и государства-рыночного субъекта.

Необходимо принимать во внимание, что в ходе слияний и поглощений потенциально создаются условия для усиления экономической власти отдельных субъектов и формирования соответствующих дисфункций и негативных эффектов, выходящих за пределы отдельных рынков и сказывающихся на эффективности функционирования всей экономической системы. Масштаб этих дисфункций и негативных эффектов будет определен институциональной средой экономической системы.

Можно сделать вывод, что вопрос о трактовке понятия «рынок слияний и поглощений» требует дополнительной теоретической проработки. Из приведенного ранее анализа следует, что в настоящее время отсутствуют теоретические и методологические разработки, комплексно раскрывающие сущность рынка слияний и поглощений, его механизмы координации и институты.

1.2 Разработка методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений

При выборе методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений следует учитывать необходимость комплексного изучения взаимосвязей и взаимодействий между рыночными субъектами, в соответствии с их интересами. Это подтверждается выводами, представленными в параграфе 1.1. Такая установка подчеркивает актуальность применения институционального подхода к исследованию рынка слияний и поглощений, позволяющего всесторонне раскрыть особенности структуры данного рынка, механизм его функционирования и порождаемые им эффекты.

Рассмотрим ряд ключевых положений, на которых базируется институциональный подход к исследованию рынка слияний и поглощений:

1) Применение гносеологического принципа холизма, согласно которому система рассматривается сквозь призму отношений между частями и целым, при этом свойства отдельных частей системы во многом определяются свойствами всей системы. Система в институциональном подходе является результатом «взаимодействия субъектов и институтов индивидуального и коллективного действия»⁴³.

Можно утверждать, что рынок слияний и поглощений является системой, обладающей признаками целостности и уникальности. Целостность системы характеризуется через взаимосвязь ее составляющих.

С одной стороны «рынок слияний и поглощений определяется экономическими отношениями между субъектами, взаимодействующими по поводу обращения и перераспределения прав корпоративного контроля»⁴⁴. Структура рынка слияний и поглощений по группам субъектов представлена на рисунке 1.1.

К I группе субъектов рынка слияний и поглощений относятся компании-инициаторы сделки. Согласно исследованиям А.Е. Молотникова, этими компаниями чаще всего являются корпорации, инвестиционные компании, компании малого и среднего бизнеса⁴⁵.

В рамках корпораций аккумулируются значительные финансовые, административные, информационные и прочие ресурсы, следовательно, имеется больше возможностей для получения контроля над интересующим активом.

Компании малого и среднего бизнеса являются наименее влиятельной группой среди субъектов-инициаторов сделок слияний и поглощений по причине отсутствия для этого достаточных ресурсов. Чаще всего они используют заемные средства и прибегают к помощи профессиональных консультантов, отказываясь от самостоятельной реализации сделки⁴⁶. Однако сделки слияния и поглощения не

⁴³ Тамбовцев, В.Л. Экономическая теория неформальных институтов: монография / В.Л. Тамбовцев. – М. : Проспект, 2016. – С.8

⁴⁴ 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. – N 10. – С. 1159

⁴⁵ Молотников, А.Е. Слияния и поглощения. Российский опыт / А.Е. Молотников. - М. : Вершина, 2010. – С. 112

⁴⁶ Там же, С. 114

всегда дают прогнозируемый эффект, и действия по реализации сделки приведут к разорению такой компании-инициатора.

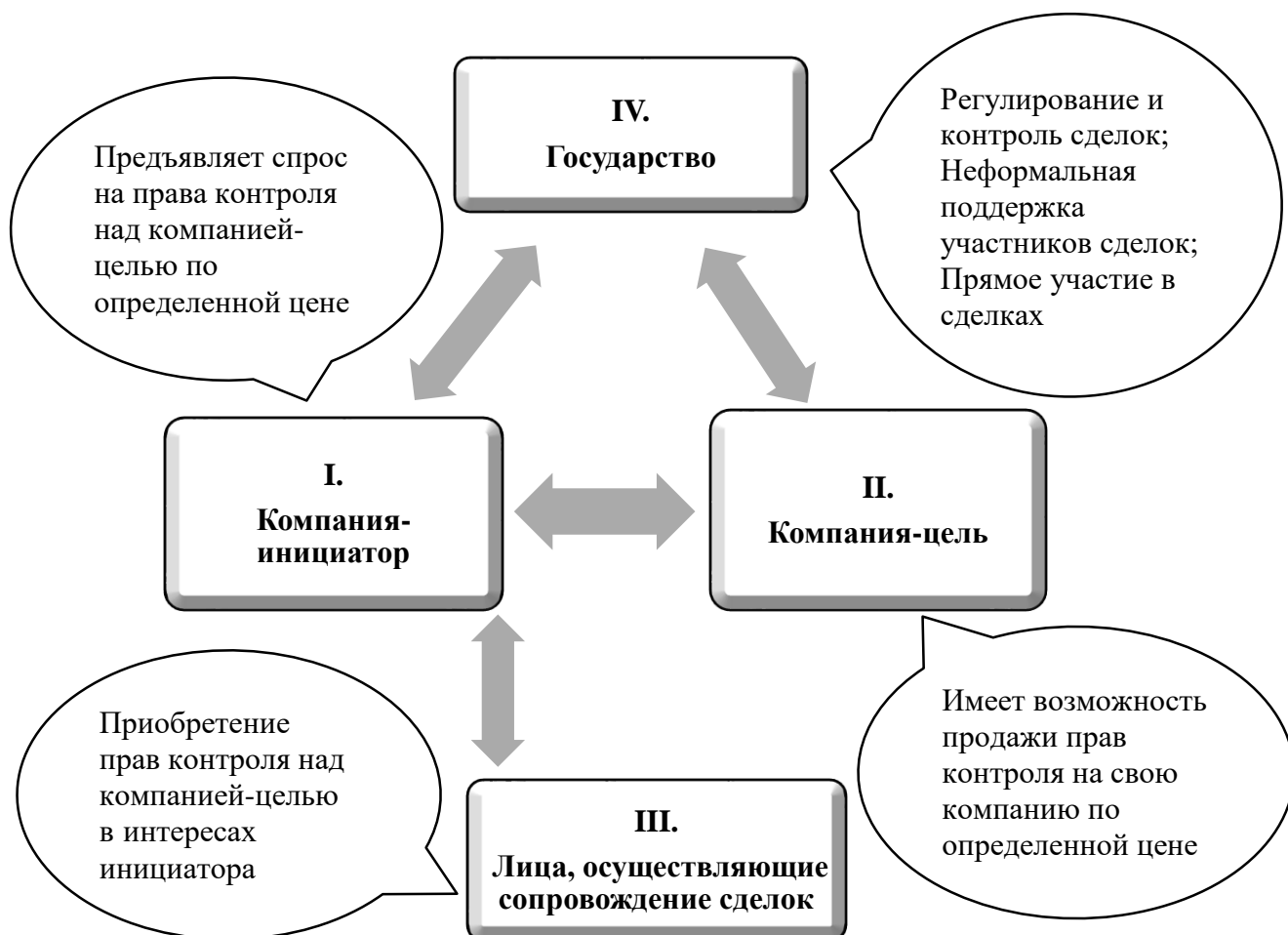


Рисунок 1.1 – Структура рынка слияний и поглощений по субъектам

Инвестиционные компании также могут действовать на рынке слияний и поглощений от своего имени как инициаторы сделок, преследуя следующие цели: приобретение активов для дальнейшей перепродажи (спекулятивный мотив), приобретение прав корпоративного контроля для получения прибыли от дальнейшего функционирования компании.

Ко II группе субъектов рынка слияний и поглощений относят компании, являющиеся объектом сделки (компании-цели). Ее участники совпадают с участниками группы субъектов-инициаторов. Это объясняется тем, «что при условии недружественного слияния или поглощения компания становится

объектом спроса независимо от изначального желания собственника компании, являющегося потенциальным продавцом»⁴⁷. В свою очередь сталкиваются со спросом на права корпоративного контроля своих компаний и собственники компаний-инициаторов⁴⁸.

При этом продажа корпораций в большинстве случаев происходит в результате дружественных сделок на основе взаимного согласия сторон. Мотивом для собственников компании-цели может быть желание избавиться от непрофильных активов или финансовых затруднений. Однако корпорация может стать целью недружественного поглощения в случае, если органы государственной власти активно участвуют в процессе установления контроля над ней.

Собственники компаний малого и среднего бизнеса чаще всего сталкиваются с тем, что их компании становятся объектами как дружественных, так и недружественных сделок. Любой, имеющий привлекательность, актив, находящийся в собственности такой компании, может послужить причиной приобретения прав контроля над ней.

К III группе субъектов рынка слияний и поглощений относят лиц, осуществляющих сопровождение сделок. Некоторые исследователи отмечают условность выделения данной группы в общей структуре субъектов, так как данные лица действуют от имени и в интересах собственников компаний-инициаторов сделки (например, юристы, специализирующиеся на корпоративном праве, финансисты, независимые оценщики, специалисты по лицензированию и т.д.) . В эту группу также входят инвестиционные компании в тех случаях, когда они приобретают права корпоративного контроля по распоряжению заказчика, а, следовательно, действуют в качестве элемента рыночной инфраструктуры.

В IV группу структуры субъектов рынка слияний и поглощений входит государство как особый субъект. При анализе его роли на рынке слияний и

⁴⁷ Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – N 6. – С. 75

⁴⁸ Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – N 6. – С. 76

поглощений «обычно выделяют следующие варианты участия: регулирование и контроль совершаемых сделок в соответствии с действующим законодательством; неформальная поддержка участников совершаемых сделок; прямое участие в совершаемых сделках»⁴⁹.

Взаимодействие вышеперечисленных групп субъектов в соответствии с их мотивами реализуется через рыночные координационные механизмы спроса и предложения. Результатом становится выполнение рынком слияний и поглощений своих функций. Эффективность выполнения этих функций во многом действий государства как регулятора и рыночного субъекта⁵⁰.

С другой стороны рынок слияний и поглощений определяется его институциональной структурой, в рамках которой в сфере обращения прав корпоративного контроля организуются институциональные соглашения между субъектами рынка, перераспределяются издержки и выгоды в результате взаимодействия субъектов и принимаются решения об индивидуальном поведении⁵¹. В соответствии с О. Уильямсоном, «институциональная структура – это упорядоченная определенным образом совокупность институтов»⁵².

Используя модель «иерархии правил» Д. Норта и системе анализа институтов общества О. Уильямсона, можно разработать схему институциональной структуры рынка слияний и поглощений⁵³. Она представлена на рисунке 1.2.

Схема демонстрирует, что «институциональная структура рынка слияний и поглощений представлена взаимосвязанными институтами разных уровней, организующими и координирующими взаимодействия субъектов»⁵⁴. Политическое, нормативное, социальное окружение, сложившееся в рамках

⁴⁹ 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. – N 10. – С. 1160

⁵⁰ Там же, С. 1161

⁵¹ Там же, С. 1161

⁵² Уильямсон, О.И. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, отношенческая контракция / О.И. Уильямсон; пер. с англ. В. С. Катяло - СПб. : Лениздат ; SEV Press, 1996. - С. 72

⁵³ 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. – N 10. – С. 1161

⁵⁴ Там же, С. 1161

национальной экономической системы оказывает влияние на развитие рынка слияний и поглощений и формирует присущие ему специфические черты⁵⁵.



Рисунок 1.2 – Институциональная структура рынка слияний и поглощений

Таким образом, благодаря применению гносеологического принципа холизма в исследовании, становится возможным уточнить трактовку сущности рынка слияний и поглощений. 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.

⁵⁵ 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. – N 10. – С. 1161

2) Ключевыми элементами анализа являются институты и институциональная среда.

Неформальные институты как элемент институциональной структуры рынка слияний и представлены обычаями, традициями, стереотипами поведения, сложившейся деловой этикой, устоявшимися правилами ведения бизнеса и т.д. Необходимо сделать следующее допущение: «неформальные институты рынка слияний и поглощений трансформируются очень медленно и, по сути, являются заданной переменной для исследования. Это объясняется тем, что они складываются в процессе исторического развития общества и воспроизводятся с помощью социальных механизмов»⁵⁶.

Институциональная среда рынка слияний и поглощений складывается из формальных институтов и норм, создаваемых государством. Примером могут служить «нормы, регулирующие процедуры слияний и поглощений, закрепленные в законодательстве, оценочные нормы антимонопольных органов, институт арбитражного судопроизводства и т.д.»⁵⁷.

Определяющим моментом для целей данного исследования является изучение влияния неформальных институтов рынка слияний и поглощений на его институциональную среду. Неформальные правила могут являться основой для создания формальных институтов. С другой стороны, «неформальные институты могут вступать в противоречие с формальными, блокируя их действие, следовательно, ограничивая возможности государственного регулирования рынка слияний и поглощений»⁵⁸. Неформальные институты и институциональная среда «определяют выбор способа заключения институциональных соглашений субъектами рынка и непосредственно обуславливают их ожидания и

⁵⁶ 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. – N 10. – С. 1161

⁵⁷ Там же, С. 1162

⁵⁸ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 30

индивидуальное поведение, что в результате влияет на эффективность функционирования рынка»⁵⁹.

В дальнейших параграфах данной работы представлен анализ взаимодействия между формальными и неформальными институтами рынка слияний и поглощений, имеющий целью наиболее точно объяснить их влияние на функционирование рынка и мотивы поведения его субъектов, а также природу формирования институциональных дисфункций.

3) Применение принципа «главенства объекта исследования над методом», предполагающего отбор методов исследования, наиболее оптимальных для объяснения свойств объектов в каждом конкретном случае⁶⁰.

В рассматриваемом случае 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.

Исследование особенностей структуры данного рынка, мотивов поведения его субъектов, эффективности функционирования его координационных механизмов будет осуществлено с помощью методов сравнительного и системного анализа, синтеза, группировок, моделирования и микроэкономического анализа. Для отражения особенностей эволюции институциональной среды данного рынка, исследования проблем взаимодействия его формальных и неформальных институтов, природы возникновения микродисфункций его формальных регулирующих институтов будут использованы методы индукции, дескриптивного институционального анализа, внешнего и внутреннего статического институционального анализа. Для получения эмпирических оценок эффектов данного рынка, порождаемых его

⁵⁹ 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. – N 10. – С. 1161

⁶⁰ Гловели, Г.Д. История экономических учений: учеб. пособ. / Г.Д. Гловели. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2016. – С. 706

координационными механизмами, будут применены индексный метод, а также методы экономической статистики и математического анализа. Таким образом, с учетом особенностей указанных выше объекта и предмета исследования, для оптимального решения поставленных задач потенциал методологического подхода, базирующегося на положениях новой институциональной экономической теории, подкрепляется соответствующими возможностями неоклассической экономической теории, теории организации рынков, теории конкуренции, теории индексов.

4) Анализ экономической реальности. Применение институционального подхода к исследованию предполагает попытку достоверного отражения текущих экономических процессов. Для решения этой задачи создаваемые модели институциональных структур максимально детализируются. При исследовании российского рынка слияний и поглощений реализация данного принципа подразумевает сбор и анализ фактов двойных стандартов правоприменения формальных оценочных норм антимонопольного регулирования; использования формальных норм антимонопольного регулирования как средства достижения субъектами неформальных договоренностей; неформальной поддержки государством заинтересованных лиц; разрешения регулируемыми органами неэффективных сделок, снижающих общественное благосостояние; наступления координационных односторонних эффектов от сделок и т.д. Результатом является создание достоверной модели институциональной дисфункции на рынке слияний и поглощений, служащей основой для предложений рекомендаций по совершенствованию его регулирования.

1.3 Разграничение основных механизмов координации рынка слияний и поглощений

Институциональный методологический подход к исследованию рынка слияний и поглощений нацелен на анализ взаимодействий субъектов указанного рынка, на поведение которых влияют мотивы спроса и предложения в сфере

обращения и перераспределения прав корпоративного контроля⁶¹. В целях углубленного анализа механизмов формирования мотивов спроса и предложения на рынке слияний и поглощений, предлагается создать классификацию данных мотивов, принимая за основу и дополняя существующие классификации российских и зарубежных ученых (см. рис. 1.3).



Рисунок 1.3 – Классификация мотивов спроса и предложения на рынке слияний и поглощений

⁶¹ Алексеенко, А.Г. Рынок слияний и поглощений как сегмент рынка корпоративного контроля / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. Г.Б. Клейнера, Э.В. Соболева, В.В. Сорокожердьева. – 2015. – С. 10

Сущность синергетического мотива спроса исследовалась экономистами-практиками и теоретиками, изучающими причины, побуждающие к заключению сделок слияний и поглощений. В результате, в 1983 году М. Бредли, А. Десаи и Э. Ким сформулировали основные положения теории, получившей название синергетической. Позднее подтверждение положений данной теории было приведено Е. Берковичем и М. Нараяном, а также рядом других исследователей⁶².

Согласно «утверждениям классической синергетической теории, интеграция порождает синергию в виде дополнительной стоимости интегрированного участника»⁶³. Такая стоимость намного превышает сумму стоимостей участников по отдельности. Соответственно, так как слияния являются формой хозяйственной интеграции, порождаемая слиянием новая компания получает разнообразные преимущества («синергии»), возникающие в результате объединения компаний.

Ключевым предположением синергетической теории является то, «что менеджеры компании-покупателя и компании - цели слияния заинтересованы в осуществлении слияния, только если оно увеличит стоимость бизнеса для собственников их компаний»⁶⁴. В свою очередь предполагается, что менеджеры действуют в наилучших интересах собственников, следовательно, направляют свои усилия на рост благосостояния собственников. Исходя из этого, можно сделать вывод, что основной мотив для менеджмента компаний при осуществлении слияний - получение синергетических эффектов.

Синергетическая теория в настоящее время получила наибольшее распространение. В ее рамках сформировалось несколько концепций.

1) Концепция операционной синергии от слияний и поглощений – исследователи Б.Клайн, Р. Кроуфорд и А. Алчиан выдвинули гипотезу, согласно которой компания достигает сравнительно больших успехов в хозяйственной деятельности, если принадлежащие ей активы глубоко специализированы. При

⁶² Гловели, Г.Д. История экономических учений: учеб. пособ. / Г.Д. Гловели. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2016. – С. 759

⁶³ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – № 3. – С. 107

⁶⁴ Там же, С. 107

таких условиях вертикальная интеграция обеспечит лучший вариант координации хозяйственной деятельности компаний, так как в ее результате «будут объединены взаимодополняющие специфические активы на всех стадиях производства, что в итоге даст положительный эффект масштаба»⁶⁵.

2) Концепции финансовой синергии от слияний и поглощений, основаны на том, что существуют случаи, при которых благоприятный эффект на хозяйственную деятельность может оказать диверсификация денежных потоков. Как отмечает А.Д. Радыгин, при прочих равных условиях слияние может способствовать стабилизации финансового положения объединенной компании, если движение финансовых ресурсов в компаниях до слияния не было тесно коррелировано между собой⁶⁶. Если рассматривать стандартные теоретические модели, то можно отметить, что реальные финансовые выгоды дают только слияния с участием ссудного капитала. «Слияние обычно укрепляет базу финансовых операций, а это, в свою очередь, приводит к повышению кредитоспособности компании и дает возможность привлечения более крупных займов»⁶⁷. Если рассматривать процессы поглощений компаний, активно прибегавших к «финансовому рычагу» или имевших налоговые льготы, то можно сделать вывод, что такие сделки дали возможность дополнительной оптимизации налоговых платежей, обеспечив тем самым дополнительную экономию для компаний.

Выводы Ю.В. Игнатишина, сформированные в его «обобщенной синергетической теории», позволяют выделить под данным мотивом несколько блоков:

а) операционные синергии - рост эффективности операционной деятельности после сделки за счет «положительного эффекта масштаба производства, использования взаимодополняющих производственных ресурсов,

⁶⁵ Гританс, Я.М. Организационное проектирование и реструктуризация (реинжиниринг) предприятий и холдингов: экономические, управленческие и правовые аспекты / Я.М. Гританс. – М.: Волтерс Клувер, 2005. – С. 103

⁶⁶ Радыгин, А.Д. Слияния, поглощения и реорганизационные процессы: некоторые новые тенденции / А.Д. Радыгин, Н.А. Шмелева // Проблемы теории и практики управления. – 2004. – № 4. – С. 60

⁶⁷ Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. - СПб. : Питер, 2005. – С.40

устранения дублирующих элементов организационной и производственной структуры, а также снижение транзакционных издержек»⁶⁸;

б) финансовые синергии – «получение в результате сделки дополнительных финансовых ресурсов, снижение издержек на финансирование операционной деятельности, оптимизацию налоговых платежей и диверсификацию активов»⁶⁹;

в) инвестиционные синергии – получение в результате сделки «необходимых специфических активов, дополнительных дивидендов, потенциальной прибыли от возможности перепродажи дублирующих активов»⁷⁰.

Получение прибыли при покупке недооцененных компаний рассматривается Ю.В. Игнатишиным как одна из разновидностей инвестиционной синергии. Однако, автору представляется целесообразным рассмотреть сделки, совершаемые по этой причине, в другой группе, и объединить их спекулятивным мотивом спроса на рынке слияний и поглощений. Совершенные под влиянием данного мотива сделки несут как положительный, так и отрицательный эффект. К положительным эффектам можно отнести формирование добавочной стоимости приобретенной компании, и потенциальный шанс ее дальнейшего стратегического развития⁷¹. Продажа наиболее ценных и ликвидных активов компании-цели с последующим ее уничтожением для максимизации прибыли компании-покупателя является примером отрицательного эффекта.

Автор также считает целесообразным выделения мотива получения конкурентных преимуществ как мотива, формирующего спрос на рынке слияний и поглощений⁷². К данному мотиву можно отнести «стремление субъектов спроса на рынке слияний и поглощений заключить сделку в целях: увеличения собственной доли рынка, получения выхода на новые рынки, повышения давления на конкурентов, получения доступа к клиентской базе приобретаемой

⁶⁸ Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. - СПб. : Питер, 2005. – С.40

⁶⁹ Там же, С. 43

⁷⁰ Там же, С. 40

⁷¹ Там же, С. 45

⁷² Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – N 6. – С. 77

компания и так далее»⁷³. Следствием реализации данных возможностей будет угроза снижения уровня конкуренции на рынке, где осуществляют свою деятельность компания-покупатель и приобретаемая компания.

Подводя итог анализу мотивов, формирующих спрос на рынке слияний и поглощений, следует обратить внимание на группу специфических мотивов. Исходя из теоретических концепций, связывающих слияния и поглощения с неэффективностью функционирования компании (модели, исследующие конфликт «принципал-агент» и поведение «окопавшегося» менеджмента; «теория гордыни»), в этой группе следует объединить личные мотивы менеджмента компаний.

Концепция конфликта «принципал-агент» и концепция «окопавшихся» менеджеров подчеркивают заинтересованность менеджеров не столько в увеличении рыночной стоимости компании, сколько в максимизации свободных денежных и/или максимизации доходов компании в расчете на одну акцию. Аргументом для данных моделей служит слабая связь размера материального вознаграждения топ-менеджмента компании со стоимостью ценных бумаг компании по рыночному курсу.

В свою очередь создатель «теории гордыни» («hubris theory») Р. Ролл, исходя из «гипотезы информационной эффективности финансового рынка»⁷⁴, делает вывод, что инициаторы сделки решаются на нее, ориентируясь на собственные ошибочные оценки, и соответственно, идут на неоправданно высокий риск. Считая свою оценку потенциальной стоимости компании лучше рыночной и полагая, что смена владельцев обеспечит более высокую рыночную стоимость компании, «инициаторы сделки просто проявляют гордыню»⁷⁵. Делается допущение, что вся информация о компании уже отражена в ценах ее акций и облигаций. При этом нельзя говорить о «достаточном обосновании

⁷³ Алексеенко, А.Г. Слияния и поглощения компаний в России: в поисках конкурентоспособности / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. О.В. Иншакова, Г.Б. Клейнера, В.В. Сорокожердьева, З.М. Хашевой. – 2013. - С. 12

⁷⁴ Аоки, М. Корпорации в условиях растущего многообразия: познание, руководство и институты / М. Аоки; пер. с англ. под ред. Т. Дробышевской. – М. : Изд. Института Гайдара, 2015. – С. 210

⁷⁵ Там же, С. 210

гипотезы информационной эффективности финансовых рынков»⁷⁶. Практика показывает, что инвесторы не обладают полным доступом к информации, и на финансовых рынках имеются существенные транзакционные и информационные издержки. Также неясны критерии эмпирической проверки «теории гордыни». В частности, не представляется возможным разграничение случаев «гордыни менеджеров» с ординарными ошибками оценки перспектив сделки слияния или поглощения⁷⁷.

Автор также выделяет ряд мотивов, формирующих предложение на рынке слияний и поглощений. Одним из таких мотивов является получение определенных значений ряда финансово-экономических показателей. Собственники компаний, являющихся потенциальными объектами дружественных слияний или поглощений, получают в результате заключения сделки возможность нового уровня развития компании, который не удавалось достичь в результате ее органического роста.

Другим мотивом предложения на рынке слияний и поглощений может быть улучшение рентабельности и финансовой устойчивости компании. Собственники компании – объекта сделки идут на слияние с другими игроками рынка с целью решения ее финансовых проблем и устранения угрозы банкротства⁷⁸.

Также к мотивам предложения на рынке слияний и поглощений следует отнести ликвидацию внутреннего или внешнего корпоративного конфликта компании-объекта сделки, усиление защиты компании-объекта сделки от внешней рыночной среды, получение дохода собственником компании-объекта сделки в результате частичной продажи и обмена принадлежащих ему акций; специфические нефинансовые мотивы собственников компании-объекта сделки.

Вышеперечисленные мотивы субъектов рынка слияний и поглощений не являются единственными факторами, влияющими на формирование спроса и

⁷⁶ Аоки, М. Корпорации в условиях растущего многообразия: познание, руководство и институты / М. Аоки; пер. с англ. под ред. Т. Дробышевской. – М. : Изд. Института Гайдара, 2015. – С. 212

⁷⁷ Там же, С. 212

⁷⁸ Алексеенко, А.Г. Слияния и поглощения компаний в России: в поисках конкурентоспособности / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. О.В. Иншакова, Г.Б. Клейнера, В.В. Сорокожердьева, З.М. Хашевой. – 2013. - С. 13

предложения на нем. Многие западные экономисты-исследователи отмечали влияние ряда макроэкономических факторов на показатели объема рынка слияний и поглощений:

а) динамика капитализации фондового рынка – исследователи Дж. Уэстон, Р. Нельсон и другие отмечают «наличие тесной связи между ростом капитализации фондового рынка и объемом сделок слияний и поглощений»⁷⁹. Объяснением послужила наиболее часто используемая схема поглощения компании через покупку на бирже акций компании - цели. Соответственно, исследователи делают вывод о корреляции вышеупомянутых показателей.

б) динамика и объем валового внутреннего продукта (ВВП) – Дж. Уэстон установил наличие тесной положительной связи между динамикой слияний и поглощений и темпом роста ВВП. Исследователь объясняет это прямым влиянием улучшения динамики ВВП на развитие компаний, в результате которого соответственно увеличивается число компаний, имеющих возможность применения агрессивной стратегии развития. Он делает вывод, «что в фазе кризиса, при возникновении угрозы финансовой неустойчивости и банкротства, компании могут принять решение о слиянии с целью минимизации рисков и консолидации активов»⁸⁰.

в) уровень процентной ставки – У. Бекетти в 1986 г. установил наличие связи «между динамикой слияний и поглощений и ростом долговой нагрузки, темпом роста ВВП и номинальных процентных ставок»⁸¹. Рост уровня процентных ставок увеличивает издержки осуществления слияний и поглощений, снижая доходность от данных сделок, и, соответственно, спрос на них. Следовательно, росту рынка слияний и поглощений будет способствовать стабилизация реальных процентных ставок на низком уровне.

⁷⁹ Мусатова, М.М. Динамика слияний и поглощений в Российской Федерации: факторы, мотивы, взаимосвязи / М.М. Мусатова; Рос. акад. наук, Сиб. отд-ние, Ин-т экономики и орг. пром. пр-ва. – Новосибирск : ИЭОПП СО РАН, 2006. – С. 28

⁸⁰ DePamphilis, D. M. Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know / Elsevier Inc. – 2011. – P. 79

⁸¹ Депаμφилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депаμφилис; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – С. 374

в) значение «Q-коэффициента Тобина» - Д. Голбе и Л. Уайт установили наличие положительной связи «между объемом сделок слияний и поглощений, уровнем реальных процентных ставок, «Q-коэффициентом Тобина», системой налогообложения, уровнем асимметричности распределения информации между потенциальными участниками рынка слияний и поглощений»⁸². Ученые делают вывод, что когда значение «Q-коэффициента Тобина» больше единицы, то приобретение активов будет более выгодным в результате слияния⁸³.

г) уровень инфляции – повышение уровня инфляции потенциально способствует увеличению числа сделок слияний и поглощений. С другой стороны сами процессы слияний и поглощений, несущие монополистические тенденции, «дают эффект в виде монопольного повышения цен, что может стимулировать инфляцию»⁸⁴.

д) степень конкуренции на рынке – жесткая конкуренция потенциально увеличивает «вероятность осуществления сделок слияний и поглощений»⁸⁵.

е) степень государственного регулирования – наличие нормативно-правовых актов, различными способами воздействующих на отношения между субъектами указанного рынка оказывают серьезное влияние на возможности его развития⁸⁶.

Подводя итог вышесказанному, можно сделать вывод о наличии корреляции между объемами рынка слияний и поглощений и описанными макроэкономическими факторами, определяющими его динамику.

Однако, необходимо отметить, что данные факторы при этом не являются универсальными. К примеру, несмотря на долго существовавшую информационную закрытость российского рынка слияний и поглощений, благодаря современным тенденциям стало возможно проанализировать данные,

⁸² Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – С. 12

⁸³ Алексеенко, А.Г. Слияния и поглощения компаний в России: в поисках конкурентоспособности / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. О.В. Иншакова, Г.Б. Клейнера, В.В. Сорокожердьева, З.М. Хашевой. – 2013. – С.12

⁸⁴ Там же, С. 12

⁸⁵ Розанова, Н.М. Динамика рынка и фактор государства / Н.М. Розанова, Р.Н. Коросташов // Журнал экономической теории. – 2012. – N 2. – С. 177

⁸⁶ Там же, С. 181

которые бы могли способствовать выявлению его зависимости от макроэкономических факторов, описанных выше.

Исследователи С.В. Гвардин и И.Н. Чекун сделали вывод о недооцененности активов российских компаний и как следствие их привлекательности для потенциальных приобретателей, несмотря на то, что большая их часть в течение значительного времени не была представлена на фондовом рынке⁸⁷. Также, эмпирические данные показывают, что наблюдаются активные положительные реакции фондового рынка на осуществление сделок слияний и поглощений компаниями, представленными на нем. Однако, как следует из данных, приведенных в Приложении А, значение линейного коэффициента корреляции Пирсона между анализируемыми факторами составляет 0,121. По шкале Чеддока связь между данными факторами прямая и слабая. Соответственно, делать вывод о выраженной взаимосвязи российского фондового рынка и российского рынка слияний и поглощений преждевременно.

Взаимосвязь динамики ВВП и динамики российского рынка слияний и поглощений представлена в Приложении Б. Как следует из данных, приведенных на рисунке, значение линейного коэффициента корреляции Пирсона между анализируемыми факторами составляет 0,303. По шкале Чеддока связь между данными факторами прямая и умеренная.

Взаимосвязь динамики процентной ставки и динамики российского рынка слияний и поглощений представлена в Приложении В. Как следует из приведенных данных, значение линейного коэффициента корреляции Пирсона между процентной ставкой по кредитам и объемами российского рынка слияний и поглощений составляют -0,1. По шкале Чеддока связь между данными факторами обратная и слабая. При этом, значение линейного коэффициента корреляции Пирсона между процентной ставкой по кредитам и числом сделок на российском рынке слияний и поглощений составляют -0,35, что демонстрирует более тесную зависимость. По шкале Чеддока связь между данными факторами

⁸⁷ Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – С. 31

обратная и умеренная. Можно сделать вывод, что при снижении ставки процента растет число сделок, происходящих в среднем ценовом сегменте.

Взаимосвязь между уровнем инфляции и динамикой российского рынка слияний и поглощений представлена в Приложении Г. Наблюдается следующая особенность: в отличие от общемировых тенденций в России связь между анализируемыми факторами является обратной (значение линейного коэффициента корреляции Пирсона составляет -0,11; по шкале Чеддока связь между данными факторами обратная и слабая). Также, обнаруживается более тесная взаимосвязь между уровнем инфляции и числом сделок на российском рынке слияний и поглощений (значение линейного коэффициента корреляции Пирсона составляет -0,42; по шкале Чеддока связь между данными факторами обратная и умеренная). Соответственно, при росте уровня инфляции на российском рынке слияний и поглощений наблюдается снижение активности.

Таким образом, можно сделать вывод, что предположения западных экономистов касательно взаимосвязи между рядом макроэкономических факторов и рынком слияний и поглощений в России получили свое подтверждение лишь в некоторой степени.

Также, немаловажное влияние на мотивацию спроса и предложения на рынке слияний и поглощений оказывает фактор времени. Прежде всего, это касается сделок в динамично развивающихся секторах экономики, в условиях недостатка времени на подготовительные мероприятия к сделке и непосредственно на проведение сделки. Здесь время выступает как фактор конкурентоспособности компании, «то есть, чтобы не отстать в конкурентной борьбе, компании вместо органического внутреннего роста в своей стратегии переходят к активной внешней экспансии посредством слияний и поглощений»⁸⁸.

Время становится критичный показателем в случае затянувшейся реализации проекта слияния или поглощения, гипотетически ведущей к финансовому кризису компании. Данный критерий в меньшей степени относится

⁸⁸ Аистова, М.Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям / М.Д. Аистова. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – С. 108

к крупным игрокам рынка, так как вопросы реализации крупных слияний требуют продолжительного времени. Это обусловлено, во-первых, размером стоимости сделки. Во-вторых, угроза серьезной конкуренции по поводу приобретения данного актива другими крупными игроками отсутствует (как правило, возможности каждого известны и перспективы участия в сделке прогнозируемы). И в-третьих, необходимо получение одобрения регулирующего антимонопольного органа на осуществление такой сделки (а иногда и получение негласного согласия со стороны государства)⁸⁹.

Координационные механизмы спроса и предложения, взаимодействуя, запускают процесс ценообразования, имеющий на рынке слияний и поглощений определенную специфику. При нахождении покупателями потенциальной компании-цели ими создается «модель, предсказывающая потенциальные доходы компании-цели, скорректированные уровни затрат и получающийся в результате ожидаемый денежный поток», что позволяет оценить предполагаемый синергетический эффект⁹⁰. После для определения стоимости компании-цели производится расчет прогнозного дисконтированного денежного потока по затратам на собственный капитал. Потенциальные покупатели начинают переговоры по поводу сделки, взяв за основу эту оценку стоимости.

Когда в роли цели выступает непубличная компания, невозможно точно определить ее цену даже для ее существующих владельцев. И продавцы, и покупатели могут не обладать необходимой информацией. Например, владельцы компании-цели могут быть не осведомлены о целесообразности продажи компании, особенностях поиска потенциальных покупателей, возможности максимизации стоимости компании перед продажей и т.д. В подобной ситуации продавцы нередко откладывают рассмотрение вопроса о продаже. Следствием такой задержки может быть потеря благоприятной возможности. Влияющие на стоимость компании внешние факторы (например, конкурентная среда, внедрение

⁸⁹ Розанова, Н.М. Экономическая политика России и конкуренция: есть ли точки соприкосновения? / Н.М. Розанова // Terra Economicus. – 2005. – N 1. – С. 50.

⁹⁰ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – N 3. – С.109

инноваций, государственное регулирование данной отрасли и т.д.) обладают высокой изменчивостью.

Базовым показателем как для владельцев компании-инициатора, так и для владельцев компании-цели является «справедливая рыночная стоимость компании-цели»⁹¹. В основе неоклассической концепции справедливой рыночной стоимости лежат следующие предположения:

а) на рынке, исходя из собственных интересов, действуют типичные для него гипотетические покупатели и продавцы;

б) гипотетический покупатель рационален, но его действия не учитывают выгод от синергетического эффекта;

в) деятельность компании – цели гипотетического покупателя будет продолжена;

г) желания и возможности гипотетических продавца и покупателя касательно обмена совпадают;

д) гипотетический обмен «осуществляется за денежные средства»⁹².

В рамках данного показателя учитываются такие аспекты как: размер компании, возможности ее доступа к капиталу, ассортимент производимых ею товаров и услуг, эффективность ее менеджмента, размер рыночной доли компании, клиентская база компании, показатели ликвидности, рентабельности и денежного потока компании⁹³.

С точки зрения неоклассической концепции справедливой рыночной стоимости «гипотетический покупатель вносит в компанию-цель только капитал и эквивалентный имеющемуся менеджмент, то есть является независимым и «финансовым»⁹⁴. Соответственно, исключаются покупатели, которые могут привнести в компанию-цель «добавленную стоимость»; покупатели-акционеры, кредиторы, зависимые или контролирующие юридические лица компании-цели,

⁹¹ Эванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ.– 4-е изд.– М. : Альпина Паблишер, 2015. – С. 70

⁹² Там же, С. 76

⁹³ Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – № 6. – С. 76

⁹⁴ Эванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ.– 4-е изд.– М. : Альпина Паблишер, 2015. – С. 57

желающие получить долю прав корпоративного контроля по искусственно завышенной или заниженной цене. Также, с точки зрения данной концепции «гипотетический продавец обладает полной информацией о своей компании (рыночное влияние на ее стоимость, риски, ликвидность и рентабельность)»⁹⁵.

Инвестиционная стоимость компании-цели определяется как «ее стоимость для конкретного потенциального покупателя, базирующаяся на возможных для него выгодах (синергетических эффектах), получаемых в результате слияния или поглощения»⁹⁶. Понятие, обозначающее разницу между инвестиционной стоимостью компании и ее справедливой рыночной стоимостью носит название «премии за контроль», однако его сущность лучше бы отразила такая формулировка, как «премия поглощения»⁹⁷. Несмотря на то, что результатом сделки является приобретение корпоративного контроля над компанией-целью, он, в свою очередь, инструмент получения права на синергетический эффект, «в котором заключен главный смысл уплаченной премии гипотетическим покупателем»⁹⁸.

Минимальной ценой сделки для продавца и базовой стоимостью для гипотетического покупателя будет являться справедливая рыночная стоимость компании-цели, так как она отражает выгоды, получаемые в настоящее время продавцом от владения компанией-целью. «Разность между инвестиционной стоимостью и справедливой рыночной стоимостью компании-цели составляет максимальную стоимость, на которую рассчитывает покупатель»⁹⁹.

При завышенной цене покупки относительно справедливой рыночной стоимости покупатель теряет часть потенциальной прибыли, а излишек продавца растет¹⁰⁰. В этом случае эффективно функционирующая компания будет менее

⁹⁵ Эванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ. – 4-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. - С. 57

⁹⁶ Там же, С. 57

⁹⁷ Алексеенко, А.Г. Рынок слияний и поглощений как сегмент рынка корпоративного контроля / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. Г.Б. Клейнера, Э.В. Соболева, В.В. Сорокожердьева. – 2015. – С. 10

⁹⁸ Там же, С. 10

⁹⁹ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – № 3. – С.110

¹⁰⁰ Там же, С. 110

привлекательной по сравнению с неэффективной «при условии низкой цены относительно прогнозируемых прибылей для покупателя, обладающего возможностями, компенсирующими слабые стороны цели»¹⁰¹.

Процесс ценообразования на рынке слияний и поглощений в высокой степени зависит от поступающей на него информации, что является общим для всех разновидностей рынков корпоративного контроля. Особенностью рынка слияний и поглощений является невозможность точного определения эластичности спроса по цене. К примеру, причиной высокой цены акции может быть ее специфическая «частная» стоимость для некоторых покупателей, по причине которой для них на рынке трудно будет подобрать ей замену¹⁰².

Исходя из результатов мирового опыта теоретического анализа процессов слияний и поглощений, можно выявить утверждения, иллюстрирующие зависимость рыночной цены прав контроля над компанией от исходной концентрации собственности. Однако, следует отметить, что на рынке слияний и поглощений подобная непосредственная зависимость цен не проявляется. На рынке слияний и поглощений «при неизменности прочих условий премия цены покупки и непосредственно цена покупки стратегического пакета акций, находятся в обратной зависимости от количества акций, уже принадлежавших до заключения сделки потенциальному покупателю (или конкурирующим между собой покупателям)»¹⁰³.

Если акции, обеспечивающие права контроля, сконцентрированы в руках собственников, имеющих стабильный интерес к компании («семейная преемственность» или «окопавшиеся менеджеры»), осуществление сделки слияния или поглощения будет затруднено. Когда подобные акции все же

¹⁰¹ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – N 3. – С.110

¹⁰² Там же, С. 111

¹⁰³ Алексеенко, А.Г. Рынок слияний и поглощений как сегмент рынка корпоративного контроля / А.Г. Алексеенко, В.П. Зыза; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. Г.Б. Клейнера, Э.В. Соболева, В.В. Сорокожердьева. – 2015. – С. 10

становятся объектом сделки, в данных условиях увеличивается премия продавца, и дополнительно повышаются цены таких акций¹⁰⁴.

Такие исследователи механизмов смены собственности на права контроля, как С. Гроссман и О. Харт, А. Шлайфер и Р. Вишны, Д. Хиршлайфер и Ш. Титмен, выдвинули предположение, что участники вышеописанных сделок с большой вероятностью могут предсказать экономические результаты реорганизации компании, которую будет проводить новый владелец компании. При этом «остаются спорными критерии эффективности, используемые при оценке последствий перераспределения прав корпоративного контроля»¹⁰⁵. Чаще всего увеличение рыночной стоимости компании принимается за доказательство экономической эффективности сделки, поскольку фактором изменения цены акций компании является размер ее чистых дисконтированных доходов.

Приняв данную гипотезу за установку, А.Д. Радыгин провел исследование влияния рыночного перераспределения прав корпоративного контроля на экономическую эффективность компании при условии того, что частная стоимость акций компании равна нулю. Если смена собственника увеличит общую экономическую эффективность деятельности компании, то исходная стоимость акций компании будет ниже стоимости акций компании после ее реорганизации новым собственником, и «тогда покупатель приобретет акции по более высокой цене при условиях, что разница между стоимостью акций после реорганизации компании и начальной рыночной стоимостью акций окажется больше надбавки в цене одной акции»¹⁰⁶.

Можно утверждать, что перераспределительные механизмы рынка слияний и поглощений способны более или менее обеспечить эффективное управление компанией «при отсутствии препятствий для конкуренции, систематических

¹⁰⁴ Тироль, Ж. Рынки и рыночная власть: теория организации промышленности / Ж. Тироль; под ред. В. М. Гальперина и Н. А. Зенкевича. – 2-е изд., испр. – СПб. : Экономическая школа, 2000 – С. 305.

¹⁰⁵ Депаμφилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депаμφилис; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – С. 109

¹⁰⁶ Радыгин, А.Д. Слияния и поглощения в корпоративном секторе: основные подходы и задачи регулирования / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2002. – N 12. – С. 89

информационных помех и частных интересов»¹⁰⁷. С. Гроссман и О. Харт отмечают, что «для функционирования рыночных механизмов, регулирующих эффективное перераспределение акционерной собственности, необходимо соответствие между мерой участия в коллективном принятии решений и мерой присвоения распределяемых по акциям доходов»¹⁰⁸.

Условием, препятствующим для эффективного рыночного перераспределения прав корпоративного контроля, является «извлечение прежним владельцем данных прав частных выгод, существенно превышающих частные выгоды потенциального покупателя»¹⁰⁹. В таком случае, даже при возможности «потенциального роста стоимости компании после сделки, владелец компании не станет продавать акции на условиях, выгодных для потенциальных приобретателей»¹¹⁰.

Таким образом, согласно неоклассической концепции координации рынка, абстрагируясь от существования барьеров для конкуренции, систематических искажений рыночной информации и феномена маскировки интересов участников рынка, можно сформировать идеальную модель функционирования рынка слияний и поглощений, обеспечивающую эффективное перераспределение прав собственности и контроля, а также генерацию позитивных синергетических эффектов в системе экономики.

В рамках данной модели первой следует выделить стимулирующую функцию. Данная функция реализуется путем получения дополнительного синергетического эффекта, образующегося в итоге горизонтальной или вертикальной интеграции компаний. Подробное обоснование теории синергии было приведено выше.

Вторая функция рынка слияний и поглощений, которую может выделить автор, – регулирующая функция. Сущность данной функции проявляется в более

¹⁰⁷ Радыгин, А.Д. Слияния и поглощения в корпоративном секторе: основные подходы и задачи регулирования / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2002. – N 12. – С. 90

¹⁰⁸ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – N 3. – С.110

¹⁰⁹ Слияния и поглощения / пер. с англ. Е. Пестеревой. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 96

¹¹⁰ Там же, С. 96

эффективном и полном использовании взаимодополняющих ресурсов и имеющихся производственных мощностей компаний в результате слияний и поглощений. Еще одним аспектом, в котором проявляется действие данной функции, является стимулирование процессами слияний и поглощений вывода капитала из тех отраслей, которые переживают спад или длительное сокращение спроса¹¹¹.

Обоснованием существования данной функции может служить концепция вертикальной интеграции, разработанная О. Хартом, С. Гроссманом и Дж. Муром. В ней охарактеризовано рыночное перераспределение собственности с целью более оптимального использования производственных факторов в рамках компаний. Теоретические модели данной концепции строятся на предположениях, что все участники сделки слияния или поглощения имеют в собственности определенный реальный и человеческий капитал. В целях наиболее выгодной реализации принадлежащих им факторов, собственники прибегают к некоторым специализированным инвестициям, направленным на повышение конкурентоспособности товаров и/или оптимизации производственных затрат. Возможность доступа этих собственников к принадлежащим другим компаниям элементам производственного капитала определяет объем таких специализированных инвестиций.

Сделка слияния или поглощения обеспечивает для собственников «новое сочетание прав собственности, а созданная компания получает в соответствии с условиями контракта возможность более эффективного сочетания ресурсов, причем стабильность данных контрактных отношений будет стимулировать собственников к дополнительным инвестициям»¹¹².

Теоретические модели О. Харта, С. Гроссмана и Дж. Мура были широко распространены в конце 20 века, когда наблюдалась высокая активность на специфическом рынке, получившем условное название «рынком предприятий».

¹¹¹ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – № 3. – С.111

¹¹² Радыгин, А.Д. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / А.Д. Радыгин, Р.М. Энгов. – М. : Фонд «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара», 1999. – С. 39

Объектами спроса и предложения на данном рынке становились отделения компаний, иногда - отдельные цеха компаний. Но, по сравнению с продажей, к примеру, стратегического пакета акций дочерних компаний (рядовой ситуацией для рынка слияний и поглощений), в данном случае объектами продажи становились специально выделенные некоторые хозяйственные или производственные единицы, ранее бывших составной частью компании. В большинстве случаев такие сделки являлись реакцией на мощную волну конгломерационных слияний и поглощений¹¹³.

«Q-теория поглощений», разработанная в начале 2000-х гг. Б. Йовановичем и П. Руссо также направлена на исследование перераспределения капитала в результате слияний и поглощений. Согласно ее положениям, «главным фактором, влияющим на процессы слияний и поглощений, является волнообразный характер научно-технического прогресса, что объясняет различия в возникновении интенсивного инвестиционного спроса по отраслям»¹¹⁴. Следовательно, по этой причине соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг и восстановительной стоимостью реальных активов компаний различных отраслей также будет варьироваться. Данное соотношение характеризует «Q-коэффициент Тобина»¹¹⁵.

Исследователи рассматривают сделки слияний и поглощений и приобретение основного капитала как равноправные формы инвестирования¹¹⁶. Преобладание первой объясняется тем, что «приобретение функционирующей компании способствует экономии на издержках приспособления при освоении незнакомых технологических процессов»¹¹⁷. Развитие рынка слияний и поглощений «позволяет экономить на расходах на основной капитал и эффективной организации производства, так как дает возможность сохранить

¹¹³ Радыгин, А.Д. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. – М. : Фонд «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара», 1999. – С. 107

¹¹⁴ Родионов, И.И., Братковский, А.С. Интеграция как важный элемент прироста стоимости объединенной компании в сделках слияния и поглощения // Корпоративные финансы. - 2013. - №3. – С.85

¹¹⁵ Дамодаран, А. Оценка стоимости активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М. : Попурри, 2011. - С. 135

¹¹⁶ Там же.

¹¹⁷ Родионов, И.И., Братковский, А.С. Интеграция как важный элемент прироста стоимости объединенной компании в сделках слияния и поглощения // Корпоративные финансы. - 2013. - №3. – С.88

элементы организационного капитала приобретенной компании, потенциально соответствующие новым рыночным условиям»¹¹⁸. Такое преимущество перевешивает то, что компания-покупатель, к примеру, должна принимать на себя долговые обязательства приобретенной компании.

Проведенные исследователями расчеты свидетельствуют «о наличии тесной связи между долей поглощаемых компаний в общем объеме рыночной капитализации и отклонением значений Q-коэффициента Тобина отдельных компаний»¹¹⁹. Разница значений данного коэффициента сигнализирует, что новая комбинация элементов основного капитала, полученная в результате заключения сделки слияния или поглощения, повысит совокупную эффективность хозяйственной деятельности. Равенство значений данного коэффициента свидетельствует об отсутствии стимулов для сделок слияний и поглощений, так как техническая реорганизация при таких условиях осуществима лишь через инвестиции в основной капитал.

Третья функция рынка слияний и поглощений, которую может выделить автор, - информационная функция. Даная функция проявляется следующим образом: выдвигаемое предложение компании-инициатора сделки о покупке компании-цели может стимулировать интерес инвесторов к компании-цели, «а, следовательно, служить сигналом для последующего роста рыночной стоимости компании-цели»¹²⁰. Например, по мнению исследователя С. Росса, «в качестве сигнала на рынке капитала можно рассматривать структуру финансирования инвестиций»¹²¹. Если рассматривать факторы повышения привлекательности компании как цели поглощения, то примером может служить дополнительный выпуск ее облигаций, так как потенциальные инвесторы понимают это как сигнал о ее высокой кредитоспособности.

¹¹⁸ Родионов, И.И., Братковский, А.С. Интеграция как важный элемент прироста стоимости объединенной компании в сделках слияния и поглощения // Корпоративные финансы. - 2013. - №3. - С. 89

¹¹⁹ Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. / Р. Брейли, С. Майерс; под ред. Е.А. Бережной и Н.М. Дмуховской; пер. с англ. – 7-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2016. – С. 134

¹²⁰ Росс, С. Основы корпоративных финансов: ключ к успеху коммерческих организаций / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ. под ред. Ю.В. Шленова. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – С. 178

¹²¹ Там же, С. 178

Четвертая функция рынка слияний и поглощений, которую может выделить автор, - санирующая функция. Если компания-цель до слияния или поглощения демонстрировала высокие производственные или сбытовые затраты, нестабильное финансовое положение и слабую рыночную позицию, то после заключения сделки в таких условиях происходит ликвидация неэффективного управления компании-цели. Однако, целью компании-покупателя не обязательно будет являться замена всей организации производства компании-цели. В некоторых случаях значительного роста рыночной стоимости можно достигнуть отказом только от проектов с отрицательной чистой приведенной стоимостью¹²².

Несмотря на потенциал своих функций, рынок слияний и поглощений, подобно прочим, сталкивается с проблемами, которые координационные механизмы спроса и предложения не могут разрешить эффективно. Соответственно, рынок слияний и поглощений обладает рядом провалов. Первый из них возникает в результате «делегирования собственниками компаний полномочий менеджерам»¹²³. Это создает возможности как для осуществления неэффективного управления компанией, так и для смены приоритетов ее развития. То есть, топ-менеджмент компании, исходя, например, из престижных соображений, может осуществлять расширение деятельности компании путем «сделок слияний и поглощений, не способствующих росту чистой приведенной стоимости компании, следовательно, это будет неоптимальным с точки зрения собственников компании»¹²⁴. Подобные действия могут запустить цикл слияний и поглощений. Если после присоединения к компании в результате решений менеджмента ряда других компаний оказывается, что образовался неэффективный «рыхлый конгломерат», то впоследствии он станет объектом новых сделок слияний и поглощений. Конец этой цепочки наступит, когда новый

¹²² Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – № 3. – С. 111

¹²³ 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. 1160

¹²⁴ Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – № 3. – С. 111

эффективный собственник получит контроль и осуществит реструктуризацию этого конгломерата¹²⁵.

Стимулы, побуждающие менеджеров к осуществлению конгломератных слияний, исследовал, в частности, М. Дженсен. Он полагал, что стремление «менеджмента контролировать свободный поток денежных средств будет чаще встречаться в компаниях, выводящих основную часть своего капитала из традиционных отраслей, и если спровоцированные такими действиями агентские издержки приобретают существенные размеры, существует большая вероятность превращение компании в объект слияния или поглощения»¹²⁶.

Второй серьезный провал рынка слияний и поглощений – «нарушение конкурентного баланса»¹²⁷. Описанный ранее процесс перераспределения ресурсов, являющийся результатом слияний или поглощений, в соответствии с предположениями должен был стимулировать действие конкурентных механизмов рынка. Однако, наблюдалась и реализация противоположного: целью слияний и поглощений может быть усиление монополистических (олигополистических) позиций компании, например, путем устранения конкурирующей компании.

Можно сделать вывод, что в рамках идеальной неоклассической модели вне поля исследования остаются провалы рынка слияний и поглощений, которые невозможно преодолеть с помощью его координационных механизмов спроса и предложения («запуск «цикла» неэффективных слияний и поглощений вследствие делегирования собственниками компаний полномочий менеджерам, монополизация рынков и др.)¹²⁸. Так как провалы данного рынка носят не изолированный, а системный характер, этим обосновывается необходимость

¹²⁵ Зыза, В.П. Предотвращение неэффективных сделок слияний и поглощений: институциональный аспект / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко; в сборнике статей международной научно-практической конференции под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – 2014. – С.7.

¹²⁶ Там же, С.7.

¹²⁷ Арментано, Д.Т. Антитраст против конкуренции / Д.Т. Арментано; пер. с англ. А.В. Куряева. – М. : Ирисэн, 2008. – С. 51

¹²⁸ 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. – N 10. – С. 1162

дополнения рыночных координационных механизмов спроса и предложения государственной координацией»¹²⁹.

Однако, в рамках институционального методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений необходимо учитывать существующее противоречие между действиями государства-регулятора и государства-активного участника указанного рынка¹³⁰. Следовательно, являясь «важнейшим регулятором хозяйственных процессов» и создателем формальных норм для институциональной среды, оно одновременно может «предпринять действия, ведущие к монополизму, неоправданным преимуществам отдельных лиц и увеличению неэффективных слияний»¹³¹. В результате такой асимметрии интересов государственная координация оказывается неспособной преодолеть провалы рынка слияний и поглощений.

Можно сделать вывод, что 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 1.1).

Таблица 1.1 - Координационные механизмы рынка слияний и поглощений

Вид координационного механизма	Характеристика
Ценовая координация	«Ценообразование как результат взаимодействия механизмов спроса и предложения, обеспечивающее рыночное саморегулирование» ¹³²

¹²⁹ 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. – N 10. – С. 1161

¹³⁰ Там же, С. 1162

¹³¹ Шаститко, А. Е. Коллективное доминирование на рынке: экономика и право [Электронный ресурс] / А. Е. Шаститко. – М. : МАКС Пресс, 2011. – С. 45

¹³² 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. – N 10. – С. 1160

Государственная координация	«Создание и обеспечение государством функционирования формальных институтов рынка, таких как регулирующие процедуры, закрепленные в правовых актах, институты арбитражного судопроизводства и др.» ¹³³
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)» ¹³⁴

Примером формальных норм, регулирующих процедуры слияний и поглощений, закрепленных в правовых актах, в мировой практике являются акты национальных правовых систем (Закон «О компаниях» 2006 г., Соединенное Королевство Великобритании и Северной Ирландии; нормативные акты Банка Англии, нормативные акты Министерства торговли и промышленности Англии; Акт о компаниях, 1977 г., Швеция; Закон об акционерных обществах и Закон о поглощениях, 1991 г., ФРГ; Закон об операциях с ценными бумагами от 6 сентября 1965 г., Королевский указ от 8 ноября 1989 г. о поглощениях и изменениях в контроле, Бельгия; Гражданский кодекс, Нидерланды) и

¹³³ 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. – N 10. – С. 1160

¹³⁴ Там же, С. 1160

наднациональных правовых систем (директива Европейского парламента и Совета N 2004/25/CE от 21 апреля 2004 г., касающаяся публичных предложений о приобретении)¹³⁵.

Данные акты, устанавливающие рамки для одобрения сделок слияний и поглощений, или запрещающие антиконкурентное поведение, разрабатывались на протяжении многих лет, и синтезировали лучший опыт взаимодействий в бизнес-среде многих стран. Многие из подобных актов формально закрепили сложившиеся неформальные практики¹³⁶.

Следует обратить внимание на то, что ключевые нормы данных актов являются оценочными. Оценочность норм следует понимать как «необходимость применения специальных инструментов для установления положения субъектов на рынке», и возможных последствий для конкуренции, возникающих в результате осуществления предполагаемой сделки слияния или поглощения этими субъектами¹³⁷. Как показывает мировая практика, регулирующие формальные институты рынка слияний и «поглощений достигают своих целей, если в результате применения норм возникает эффект, сдерживающий неэффективные действия или предотвращающий поддержание действий, ограничивающих конкуренцию на рынке»¹³⁸. Правоприменение данных норм – важная характеристика институциональной среды рынка слияний и поглощений, иллюстрирующая эффективность его функционирования, а также эффективность функционирования национальной экономики¹³⁹.

В рамках применения оценочных норм относительно предполагаемых слияний или «поглощений в мировой практике используются различные подходы, связанные с определением условий конкуренции на рынках, факторов, от которых

¹³⁵ Петров, Д.А. Конкурентное право: теория и практика применения: учебник. / Д.А. Петров; под общ. ред. В.Ф. Попондопуло. – М. : Юрайт, 2013. – С. 49

¹³⁶ 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. – N 10. – С. 1160

¹³⁷ Шаститко, А.Е. Роль экономического анализа в антитрасте: общее в частном / А.Е. Шаститко // Экономическая политика. – 2013. – N 3. – С. 107

¹³⁸ Там же, С. 108

¹³⁹ 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. – N 10. – С. 1161

она зависит, а также эффектов, связанных с ограничением, созданием условий или с защитой конкуренции»¹⁴⁰.

Предварительный контроль предполагаемой сделки слияния или поглощения, один из основных инструментов политики защиты конкуренции, «основан на компромиссе Уильямсона - теоретической концепции противоречивого воздействия подобных сделок на общественное благосостояние»¹⁴¹.

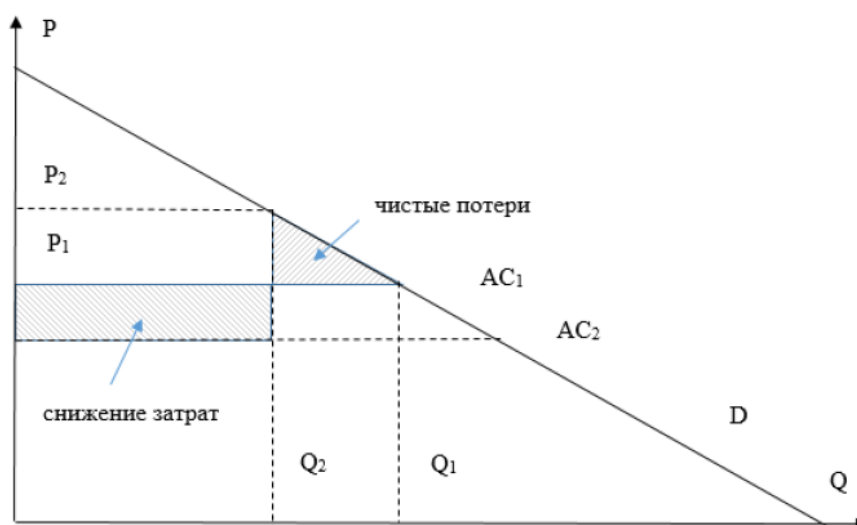


Рисунок 1.4 – Схема компромисса Уильямсона

Целью «предварительного контроля предполагаемой сделки является выявление возможности роста цены на анализируемом рынке с уровня P_1 до уровня P_2 (см. рис. 1.4), если сделка будет осуществлена»¹⁴².

Следует принимать во внимание, что результат предполагаемой сделки может также положительно сказаться на благосостоянии потребителей. Таким образом, при вынесении решения относительно допустимости сделки требуется оценить все возможные положительные и отрицательные эффекты благосостояния для различных рыночных субъектов.

¹⁴⁰ Avdasheva, S.B., Golovanova S., Korneeva, D.V. Distorting effects of competition authority's performance measurement: the case of Russia // International Journal of Public Sector Management. – 2016. – Vol. 29., No. 3. – P. 288.

¹⁴¹ Уильямсон, О. Экономия как защита в антимонопольном процессе: компромисс с позиций благосостояния / О. Уильямсон; Вехи экономической мысли. – СПб. : Экономическая школа, 2003. - Т.5. - С. 625

¹⁴² Корнеева, Д.В. Слияния и концентрация производства в российской промышленности: оценки для некоторых отраслей // В кн.: Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / Отв. ред.: С. Б. Авдашева, С. В. Голованова – М. : Юстицинформ, 2009. – С. 90

«Компромиссом» в данном случае считается «одобрение сделки с выдачей предписания, ограничивающего рост цен на рынке»¹⁴³. Для проведения вышеупомянутых сопоставлений по сделкам, в результате которых возможен рост цен, используются следующие стандарты: ценовой стандарт (запрет сделки, если она послужит причиной последующего роста цен на рынке); стандарт потребительского излишка (положительное решение по сделке может быть принято при условии увеличения благосостояния потребителей); стандарт Хиллсдаун (положительное решение по сделке принимается по результатам сравнения эффектов от сделки для потребителей и производителей); стандарт взвешенного благосостояния (при сравнении эффектов от сделки для потребителей и производителей базой служат «особые веса, определенные антимонопольными органами»¹⁴⁴); стандарт общественного благосостояния Уильямсона (положительное решение по сделке принимается «при условии положительного изменения общественного благосостояния, при этом переход благосостояния от потребителей к производителям позиционируется как общественно нейтральный»¹⁴⁵).

Примером формальных институтов, направленных на обеспечение саморегулирования рынка слияний и поглощений может служить Кодекс Сити по слияниям и поглощениям, разработанный Комитетом по слияниям и поглощениям Англии¹⁴⁶. Примером таких «институтов, обеспечивающих устранение асимметрии информации между регулирующими органами и хозяйствующими агентами, а также формирование устойчивых представлений хозяйствующих субъектов относительно перспектив выносимых решений регулирующими органами», может служить институт разъяснений «guidelines»,

¹⁴³ Уильямсон, О. Экономия как защита в антимонопольном процессе: компромисс с позиций благосостояния / О. Уильямсон; Вехи экономической мысли. – СПб. : Экономическая школа, 2003. - Т.5. - С. 627

¹⁴⁴ Корнеева, Д.В. Слияния и концентрация производства в российской промышленности: оценки для некоторых отраслей // В кн.: Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / Отв. ред.: С. Б. Авдашева, С. В. Голованова – М. : Юстицинформ, 2009. – С. 101

¹⁴⁵ Радченко, Т.А. Перераспределительные эффекты антимонопольной политики / Т.А. Радченко // Вопросы Экономии. – 2015. – № 9. – С.65

¹⁴⁶ 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. 1161

используемый Федеральной Торговой комиссией США и Европейской комиссией по горизонтальным слияниям¹⁴⁷.

Если «формальные координирующие институты рынка слияний и поглощений не вступают в противоречие с функционирующими неформальными координирующими институтами, то увеличивается адаптивная эффективность данных институтов, а соответственно, снижаются транзакционные издержки и неопределенность, и растет эффективность рынка слияний и поглощений»¹⁴⁸.

Формальные арбитражные институты рынка слияний и поглощений «функционируют с целью обеспечения единообразия правоприменения норм о процедурах разрешения конфликтов, возникающих на данном рынке, и защиты прав собственности и корпоративного контроля хозяйствующих субъектов»¹⁴⁹. Неформальные арбитражные институты медиации «выступают альтернативой формальному судопроизводству, обладая более низкими по сравнению с ним транзакционными издержками, и обеспечивают разрешение конфликтов в соответствии со сложившейся деловой практикой и обычаями, учитывая права и обязательства хозяйствующих субъектов»¹⁵⁰. При этом, для эффективного функционирования рынка слияний и поглощений необходимо, чтобы неформальные институты не являлись противоречащими формальным¹⁵¹.

Мировая практика показывает, что нормальное функционирование вышеописанных институтов, отвечающих за эффективность работы рынка слияний и поглощений, возможно при наличии следующих условий: «свобода от коррупции; свобода инвестирования; эффективность и прозрачность банковской системы; развитый фондовый рынок; высокий уровень защиты прав

¹⁴⁷ Авдашева, С.Б. Предписания участникам слияний (сравнительный анализ практики Федеральной антимонопольной службы России и Европейской комиссии по конкуренции) / С.Б. Авдашева, М.М. Калинина // Экономическая политика. – 2012. – N 1. – С. 155

¹⁴⁸ 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. – N 10. – С. 1161

¹⁴⁹ Там же, С. 1161

¹⁵⁰ Там же, С. 1161

¹⁵¹ Там же, С. 1162

собственности; законодательная защита бизнеса; эффективность управления государственным сектором; политическая стабильность»¹⁵².

Подводя итоги данной главы исследования, становится возможным сделать следующие выводы.

В результате анализа существующих теоретических концепций выявлено, что выбор методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений обусловлен необходимостью комплексного изучения взаимосвязей и взаимодействий между рыночными субъектами, в соответствии с их интересами, так как в ходе данных сделок потенциально создаются условия для усиления экономической власти отдельных субъектов и формирования соответствующих дисфункций и негативных эффектов, выходящих за пределы отдельных рынков и сказывающихся на эффективности функционирования всей экономической системы. «Масштаб этих дисфункций и негативных эффектов будет определен институциональной средой экономической системы»¹⁵³.

Актуальность применения институционального подхода к исследованию рынка слияний и поглощений обосновывается его потенциальной возможностью всесторонне раскрыть особенности структуры данного рынка, проблемы координационных механизмов его функционирования и порождаемые им эффекты. Данный подход позволяет 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.

¹⁵² Радыгин, А.Д. Стабильность или стагнация? (Долгосрочные институциональные тенденции развития российской экономики) / А.Д. Радыгин // Экономическая политика. – 2007. – N 1. – С. 40

¹⁵³ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С.34

Применение ключевого для институционального подхода гносеологического принципа холизма в исследовании делает возможным «уточнение трактовки сущности рынка слияний и поглощений как совокупности механизмов организации и координации отношений между компаниями и государством в сфере обращения и перераспределения прав корпоративного контроля в рамках заданной институциональной среды»¹⁵⁴. Такая трактовка позволяет учитывать институциональную среду функционирования рынка слияний и поглощений, что отражает влияние формальных и неформальных институтов данного рынка на координацию и мотивы взаимодействий его субъектов.

¹⁵⁴ Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – № 6. – С. 74

Глава 2. Институты российского рынка слияний и поглощений

2.1 Раскрытие институциональных дисфункций

Российский рынок слияний и поглощений приобрел определенные особенности, связанные со становлением современной национальной экономической системы. Наиболее четко их можно выделить, проведя сравнительный анализ этапов формирования институциональной структуры рынков слияний и поглощений стран Запада и России.

Создание институциональной структуры рынка слияний и поглощений западных стран носило эволюционный характер и продолжалось длительный период времени. В соответствии с характерными особенностями выделяются шесть волн эволюции процессов слияний и поглощений: с 1897 г. по 1904 г.; с 1916 г. по 1929 г.; с 1965 по 1969 г.; с 1981 г. по 1989 г.; с 1992 г. по 2000 г.; с 2000 г. по настоящее время¹⁵⁵.

Резкое ужесточение конкуренции в экономике США сопровождало первую волну слияний и поглощений. Возрастающие издержки конкуренции вынуждали собственников промышленных компаний к осуществлению слияний. Так как антимонопольное законодательство США на тот момент практически бездействовало, результатом данных процессов стала массовая монополизация рынков и рост прибыли компаний за счет нее. Потери от отрицательного эффекта масштаба производства возмещались за счет потребителей¹⁵⁶. Для обеспечения монопольной власти подавляющее число компаний избирало горизонтальный тип сделок слияний и поглощений. «Массовая и скоротечная интеграция того периода, захватившая одновременно сотни компаний, породила таких крупнейших монополистов, как Standart Oil, American Tobacco, General Electric»¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Хасаншина, Н.Б. Основные этапы и особенности развития российского рынка M&A / Н.Б. Хасаншина // Современная конкуренция. – 2012. – N 1. – С. 21

¹⁵⁶ Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеев // Проблемы современной экономики. – 2014. – N 4. – С. 75

¹⁵⁷ Там же, С. 76

Согласно исследователю Б. Селигмену, «ответом на царящие в мире бизнеса законы джунглей стало принятие основополагающих нормативных актов в антимонопольном законодательстве США, а именно, акта Шермана и акта Клейтона»¹⁵⁸. Однако борьба с монопольными тенденциями при помощи новых данных законов провалилась из-за неэффективной работы судов.

Вторая волна слияний и поглощений пришлась на период «экономического бума», возникшего после Второй Мировой войны. К этому времени разработанные нормы антимонопольного законодательства стали применяться эффективнее, и в результате произошло «разукрупнение крупнейших монополистических объединений, а дальнейшая концентрация производства за счет внешних структур ограничилась уровнем олигополий»¹⁵⁹.

Борьба с монополиями ужесточилась, и дальнейшее ограничение интеграции продолжилось во время третьей волны слияний и поглощений. К примеру, на этом этапе в 1973 г. в ФРГ был законодательно закреплён контроль сделок слияний и поглощений. Также ужесточается контроль над слияниями и поглощениями в США при помощи «уточнения процедуры предварительного контроля сделок (закон Харта-Скотта-Родино)»¹⁶⁰.

Четвертая волна характеризовалась усилением монополистических тенденций под влиянием преобладания в 1980-х годах неоклассических взглядов в экономической политике, способствовавших либерализации регулирования рынков. Она завершается «принятием директивы ЕС по контролю за слияниями (1989 г.), в которой был зафиксирован принцип исключительной компетенции Европейской комиссии по поводу признания сделок общеевропейски значимыми в соответствии с количественными показателями доходов компаний и их распределением по странам-членам ЕС»¹⁶¹.

¹⁵⁸ Селигмен, Б. Основные течения современной экономической мысли: монография / Б. Селигмен; пер. с англ. А.В. Аникина. – М. : Прогресс, 1968. – С. 132

¹⁵⁹ Alekseenko, A.G., Zyza V.P. Waward Mergers and Acquisitions in Modern Russia // The Journal of Aussie-Sino Studies. – 2015. – Vol.1, No. 2. – P. 44

¹⁶⁰ Левицкий, Р.Ю. Анализ норм антимонопольного законодательства в отношении согласованных действий на товарных рынках / Р.Ю. Левицкий // Современная конкуренция. – 2014. – N 3. – С. 38.

¹⁶¹ Голованова С.В., Цыцулина Д.В. Российская волна слияний и поглощений на фоне мировых трендов: тенденции и факторы / С.В. Голованова, Д.В. Цыцулина // Современная конкуренция. – 2013. – N 5. – С. 25.

На 1990-е годы приходится пятая волна слияний и поглощений, характеризующаяся пиком данных сделок. Причиной этого эксперты называют рост глобализации мировой экономики, порождающий транснациональные сделки. Совершенствование регулирования сделок слияний и поглощений в этот период реализуется в формировании «взаимодействия США и ЕС по политике защиты конкуренции на мировых рынках»¹⁶².

Текущая волна (2000-е гг. – настоящее время) так же выходит за рамки национальных экономик. На данный момент ее особенности недостаточно исследованы, однако, некоторые авторы констатируют, «что по сравнению с предшествующими волнами на современном этапе выделяется конфликт интересов акционеров и менеджмента, обуславливающий необходимость более детальной проработки существующих законодательных актов»¹⁶³.

Приведенный выше краткий обзор истории волнообразных процессов слияний и поглощений демонстрирует, «что институциональные механизмы, облегчающие осуществление дружественных слияний, ведущих к росту общественного производства, и инструменты блокировки враждебных поглощений и эгоистических устремлений недобросовестных игроков, разрабатывались разными странами в течение столетия»¹⁶⁴.

Периодизация этапов становления и развития российского рынка слияний и поглощений была представлена в работах многих ученых (О.И. Маликовой, М.М. Мусатовой, М.Г. Поликарповой, Н.М. Розановой, Н.Б. Хасаншиной и др.). По результатам данных исследований выделяются семь этапов: «зарождение (с 1992 г. по 1995 гг.); становление (с 1996 г. по 1998 г.); активный передел собственности (с 1999 по 2002 г.); рост рынка и концентрация капитала (с 2003 г. по 2007 гг.); падение рынка в условиях мирового финансово-экономического кризиса (с 2008 г. по 2009 г.); оживление (с 2010 г. по 2013 г.); спад в результате

¹⁶² Радыгин, А.Д. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2009. – N 10. – С. 24.

¹⁶³ Там же, С. 24

¹⁶⁴ Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – N 4. – С. 76

политической и экономической нестабильности (с 2014 г. по настоящее время)»¹⁶⁵.

Анализируя рассмотренную выше мировую практику институциональных ограничений рынка слияний и поглощений, можно сделать вывод о возможности ее применения в отношении формировавшегося российского рынка слияний и поглощений. Но, на начальном этапе процесса его становления, «формирование его регулирующих норм происходило в условиях практически полного отсутствия рыночных институтов, бессилия государства и так называемого правового нигилизма в условиях массового захвата собственности»¹⁶⁶. Под «правовым нигилизмом» в данном контексте часто рассматривают отсутствие законопослушного поведения, подразумевая под этим уважение к позитивному праву.

Формальные «правила игры» для зарождающейся рыночной экономики 1990-х годов в России были практически невозможны для использования. Законы были противоречивыми (соответствие одному закону автоматически порождало нарушение другого), со множеством правовых «дыр». Главный разработчик новых формальных норм – государство – было не в состоянии в реальности управлять институциональными изменениями, происходящими в условиях глубоких и быстрых реформ с низким запасом адаптации. Новые формальные нормы частично были перенесены с советского периода, частично были списаны с западного законодательства, частично были разработаны реформаторами, мало заботившимися о их практическом применении.

В результате на формирующемся рынке слияний и поглощений адекватный ответ государства на создание новых незаконных механизмов реализации сделок был невозможен. Интересам недобросовестных субъектов рынка служила непроработанность принимаемых законов. Как следствие, получение и

¹⁶⁵ Алексеенко, А.Г. Российский рынок слияний и поглощений – окончание спада? / А.Г. Алексеенко; в сборнике статей международной научно-практической конференции под ред. В.В. Сорокожердьева. – 2016. – С. 11

¹⁶⁶ Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – N 4. – С. 76

перераспределение корпоративного контроля на данном этапе осуществлялось в основном через рейдерство¹⁶⁷.

К примеру, Федеральный закон от 08.01.1998 г. № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» стал инструментом «агрессивного передела собственности, хотя целью его принятия являлось решение задачи естественного отбора эффективных компаний»¹⁶⁸. Конкурентоспособные предприятия, претерпевавшие некоторые финансовые затруднения в силу различных причин, вопреки духу закона, становились объектами недружественных поглощений. Захват предприятия осуществлялся благодаря подаче иска кредитора в арбитражный суд и неформальных договоренностей с недобросовестными арбитражными управляющими. К примеру, в 1998 году одно из постановлений Правительства создало условия для превращения процедуры принудительного банкротства в доступный и малозатратный инструмент перераспределения прав корпоративного контроля¹⁶⁹.

Неэффективное перераспределение корпоративного контроля в 1990-х годах, ставшее возможным в условиях фактического отсутствия институциональных механизмов защиты от недружественных поглощений, породило общий спад эффективности национального производства. С одной стороны, российские рынки были монополизированы «громоздкими, неэффективными и трудноуправляемыми корпорациями, с другой – ряд отраслей пострадал от необоснованного дробления предприятий»¹⁷⁰.

Также следует отметить, что, так как в России не были сформированы традиции предпринимательства, это повлекло за собой низкую склонность руководителей фирм к адаптации к изменчивости внешней среды, и

¹⁶⁷ Алексеенко, А.Г. Трансформация рейдерства как теневого сегмента рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко, О.Б. Шилович, В.П. Зыза; в сборнике: Проблемы достижения экономической эффективности и социальной сбалансированности: императивы, правовые и хозяйственные механизмы. Материалы международной научно-практической конференции, посвященной 95-летию Финансового университета; под ред. В.В. Сорокожердьева – 2014. – С.6.

¹⁶⁸ Там же, С. 7

¹⁶⁹ Кормщиков, С.В. Защита от недружественных слияний и поглощений. Классификация различных методов / С.В. Кормщиков// Российское предпринимательство. – 2011. – N 7. – С. 69

¹⁷⁰ Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – N 4. – С. 76

одновременно высокую склонность к стабильным отношениям с рыночными контрагентами независимо от эффективности связей с ними. В частности, Я.Ш. Паппэ и Я.С. Галухина приходят к выводу, что взаимодействие предпринимателей в 1990-х гг. было, в основном, неформальным¹⁷¹. Большинство субъектов крупного бизнеса 1990-х гг. не имело между собой формальных связей, но было соединено контролирующими собственниками и менеджерами. Данные группы для взаимодействия создавали «институты для своих», «институты малого радиуса действия». При этом «формальное строение бизнеса в 1990-е гг. было непрозрачным и не отражало реальную структуру контроля, основанную на неформальных связях»¹⁷². Неформальный контроль собственников мало отражался в формальных процедурах принятия решений.

Процесс становления институтов регулирования рынка слияний и поглощений также происходил в условиях активного поиска бюрократической ренты и усиления коррупции. Централизованные координационные механизмы государства командно-административной системы прекратили свое существование, но координационные механизмы рыночной экономики еще не были как следует сформированы, следовательно, пустующее место заняла бюрократическая координация. Она являлась одной из основных предпосылок появления «инерционной составляющей российского национального рынка – медленного реагирования на процессы трансформации»¹⁷³. Коррупция чиновников в 1990-х гг. служила альтернативным механизмом решения проблем взаимодействия фирм, увязывая фактически неработающие формальные правила с реальными возможностями и потребностями бизнеса. Коррупция снижала высокие транзакционные издержки легальной бюрократической цепочки, но в результате происходило перерождение институтов, которые становились антиправилами, а предприниматели воспринимали их как неукоснительные

¹⁷¹ Паппэ, Я.Ш. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993-2008 гг. / Я.Ш. Паппэ, Я.С. Галухина. - М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009. – С. 107

¹⁷² Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 31

¹⁷³ Розанова, Н.М. Динамика рынка и фактор государства / Н.М. Розанова, Р.Н. Коросташов // Журнал экономической теории. – 2012. – N 2. – С. 176

правила и нормы. Это обеспечивалось слабостью механизмов государственного контроля и размытостью моральных норм общества. Также, в процессе становления российского рынка слияний и поглощений имело место явление, которое Г. Клейнер определил как «экономику физических лиц». Это значит, что вместо институциональных структур главенствующее воздействие на процессы «оказывают физические лица, наделенные экономической властью, что характерно развитием коррупции, преобладанием личных связей, разрешением конфликтов вне судов»¹⁷⁴.

Соответственно, имевшее место разрушение прежней институциональной системы реакций и длительный период конструирования новых норм и правил поведения экономических агентов послужили причиной сбоя экономической координации. В таких условиях неформальные правила взаимодействия, образующие неформальную практику, подменили и вытеснили неработающие формальные институты. Результатом вышеперечисленных явлений стала макроэкономическая дисфункция институтов хозяйственной системы (рис. 2.1).



Рисунок 2.1 – Механизм образования макроэкономической дисфункции институтов хозяйственной системы России

¹⁷⁴ Клейнер, Г.Б. Современная экономика России как экономика «физических лиц» / Г.Б. Клейнер // Вопросы экономики. - 1996. - N 4. - С. 83

Существование неэффективных формальных норм, подавленных неформальными практиками объясняется закономерным результатом хозяйственной динамики с 1990 по 2000 гг. Данная дисфункция требовала немедленных качественных изменений правового поля экономических взаимодействий.

Препятствовавшие в 1990-е годы росту «спроса на эффективные экономические институты»¹⁷⁵ институциональные механизмы, модифицировавшись, продолжили свое действие и 2000-е. Изменился характер коррупции. Если в 1990-е годы коррупция являлась снижающим транзакционные издержки механизмом решения проблем взаимодействия фирм в условиях неработающих формальных норм и фактической невозможности предпринимателей действовать в рамках закона, то к 2000-м гг. источником коррупции становится вольная интерпретация чиновниками функционирующих формальных норм в условиях сложившейся правоприменительной практики низкого качества и, как отмечает С.Ю. Барсукова, селективном правосудии.

Например, для российской практики распространена модель неблагоприятного взаимодействия, складывающаяся в результате того, что «некоторая, не слишком представительная, часть предпринимателей сама обладает «политической силой de facto» или монопольным доступом к центру принятия политических решений»¹⁷⁶. Эта часть, «пользующаяся судебной исполнительной властью как орудием борьбы с конкурентами, не заинтересована в эффективных отношениях по поводу распределения собственности»¹⁷⁷. Это положило начало «формированию двойного стандарта правил рыночной игры для разных классов участников»¹⁷⁸. Подобный «двойной стандарт» сокращает возможности эффективного функционирования рыночных механизмов, и, как следствие, препятствует формированию благоприятного институционального

¹⁷⁵ Барсукова, С.Ю. Эссе о неформальной экономике или 16 оттенков серого / С.Ю. Барсукова; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. – С. 70

¹⁷⁶ Мартынов, А.В. Системная трансформация экономики и общества: российский выбор / А.В. Мартынов. – М. : Ленанд, 2016. – С. 65

¹⁷⁷ Барсукова, С.Ю. Эссе о неформальной экономике или 16 оттенков серого / С.Ю. Барсукова; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. – С. 70

¹⁷⁸ Сухарев, О.С. Теория эффективности экономики / О.С. Сухарев. – М. : Инфра-М, 2015. – С. 104

окружения в России как в целом для национального рынка, так и для локальных институциональных изменений на рынках, в том числе и на рынке слияний и поглощений.

К 2000-ым гг. коррупция институционализировалась, т.е. на смену множеству неформальных фрагментарных взаимодействий сформировалась система коррупционных правил. Нехватка широко разделяемых принципов свободного рынка при данных, экзогенно заданных формальных институтах, облегчило погоню чиновников за бюрократической рентой. Также, коррупция становится неформальным институтом защиты прав собственности и используется как оборонительная стратегия бизнеса. При этом «одним из условий эффективного развития рынков, в том числе и рынка слияний и поглощений, является адекватная реализация защиты прав собственности и независимость судебных органов, что способствует снижению негативных рыночных эффектов»¹⁷⁹. Данные проведенного экспертами эконометрического анализа демонстрируют, что, «чем больше в обществе распространена коррупция чиновников, тем меньше (при поддержании прежнего уровня административной дисциплины) остается реальных возможностей для укрепления эффективных рыночных институтов и конкурентных механизмов»¹⁸⁰.

В 2000-е формальные институты уже функционируют, однако, неформальные нормы, описанные выше, составляют им конкуренцию. Формальные институты работают, в результате, либо как средство достижения неформальных договоренностей, либо как дополнительное ограничение в выборе стратегии неформального поведения¹⁸¹. В результате проявляются микродисфункции формальных институтов и закрепляются институциональные ловушки (см. рис. 2.2).

¹⁷⁹ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 33

¹⁸⁰ Верховенство права как фактор экономики / международная коллективная монография; под ред. Е.В. Новиковой, А.Г. Федотова, А.В. Розенцвайга, М.А. Субботина. – М. : Мысль, 2013. – С. 125

¹⁸¹ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 33



Рисунок 2.2 – Формирование институциональных ловушек на российском рынке слияний и поглощений

Исходя из вышесказанного, можно сделать вывод, что «проблема выстраивания более действенных институциональных рамок ограничения неэффективных слияний и поглощений не стала менее актуальной»¹⁸². Таким образом, развитие институтов, стимулирующих эффективное развитие рынка слияний и поглощений в России, обусловлено в большей степени «проблемами функционирования и качества формальных институтов»¹⁸³.

2.2 Анализ асимметрии интересов государства-регулятора и государства-рыночного субъекта

Согласно выводам, полученным в предыдущем параграфе, с 2000-х гг. институциональный фон российского рынка слияний и поглощений начинает меняться. Если до начала 2000-х годов, по мнению многих экспертов, в нашей стране происходило формирование хозяйственной модели олигархического

¹⁸² Alekseenko, A.G., Zyza V.P. Waward Mergers and Acquisitions in Modern Russia // The Journal of Aussie-Sino Studies. – 2015. – Vol.1, No. 2. – P. 45

¹⁸³ Сухарев, О.С. Дисфункции экономических систем и управления / О.С. Сухарев, С.В. Палаш. – М. : Ленанд/URSS, 2016. – С. 86

капитализма, то далее наблюдается развитие государственно-корпоративного капитализма в его российском варианте. Это проявляется в разнообразии форм участия государства в решениях, принимаемых рыночными субъектами. В результате наблюдается проблема асимметрия действий государства и рыночных институтов. Патронаж государства достигается за счет ограничения свободы предпринимательских решений. Фактически, государство не создает институты, способствующие развитию конкуренции, а, как отмечает С.Ю. Барсукова, создает формальные и неформальные правила подчинения бизнеса государству¹⁸⁴.

В результате «одной из особенностей деятельности государства как субъекта отечественного рынка слияний и поглощений стала неформальная поддержка участников сделок слияний и поглощений». Формы, которые принимает эта поддержка, напрямую зависят от задействованных в ней государственных органов¹⁸⁵. В большинстве случаев данная неформальная поддержка ориентирована на достижение тех целей, которых добиваются инициаторы слияния или поглощения¹⁸⁶. 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 нет¹⁸⁷.

Масштаб деятельности компании-цели, ее доля рынка и удельный вес в валовой прибыли отрасли является определяющим фактором при выборе неформальной поддержки административных ресурсов. Когда компания-цель является одной из крупнейших отечественных компаний, инициаторы

¹⁸⁴ Барсукова, С.Ю. Эссе о неформальной экономике или 16 оттенков серого / С.Ю. Барсукова; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. – С. 64

¹⁸⁵ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 33

¹⁸⁶ Там же, С. 35.

¹⁸⁷ Макроэкономическое регулирование: роль государства и корпораций: учеб. пособ. / Под общ. ред. В.М. Соколинского. – М. : Кнорус, 2015. – С. 157

поглощения стараются заручиться поддержкой региональных и федеральных властей.

Чаще всего оказываемая поддержка будет учитывать «интересы различных представителей властных структур, оказывающих влияние на бизнес»¹⁸⁸. Например, при сделке, объектом которой является компания-участник государственного тендера, существует весьма высокая вероятность, что неожиданная смена собственника повлечет за собой срыв сделки по воле соответствующих государственных структур. Учитывая данный институциональный фон, важный элемент на подготовительном этапе сделки – выстраивание благоприятных отношений с вышеупомянутыми структурами, так как игнорирование этого скажется на результатах сделки.

Рентабельность, ликвидность и кредитоспособность компании-цели оказывает серьезное влияние на выбор инициатором сделки государственных органов для поддержки. При стабильном финансовом состоянии компании-цели целесообразно проводить предварительные переговоры с государственными органами, непосредственно связанными с ее деятельностью. Если в отношении компании-цели запущена процедура банкротства или компания-цель в положении, предшествующем банкротству, то задействуются судьи арбитражных судов и представители налоговых органов, выражающих интересы кредиторов. Описанная поддержка часто использовалась при осуществлении недружественных поглощений и получила свое широкое распространение в 2000-е гг. в России¹⁸⁹.

Каждая стадия процесса слияния или поглощения отличается характерными чертами, а также достигаемыми целями, поэтому неформальная поддержка участников сделки государственными органами дифференцируется в соответствии с определенной стадией. На стадии изучения деятельности компании-цели к поддержке государственных органов прибегают с целью

¹⁸⁸ Панеях, Э.Л. Правила игры для русского предпринимателя / Э.Л. Панеях; предисл. Е.Г. Ясина. – М. : Колибри, 2009. – С. 24

¹⁸⁹ Фаенсон, М.И. Рейдерство (недружественный захват предприятий): практика современной России / М.И. Фаенсон, А.А. Пиманова. – М. : Альфа-Пресс, 2007. – С. 57

получить информацию о деятельности компании-цели. Чаще всего, используют информацию от: Федеральной налоговой службы, Федеральной антимонопольной службы; Федеральной таможенной службы, Федерального агентства по управлению государственным имуществом, лицензирующих органов и арбитражных судов.

Осуществляя предварительные переговоры с владельцами компании-объекта сделки, «собственники компании-инициатора сделки начинают проводить неофициальные встречи и с федеральными и региональными органами власти, обозначая свое намерение получить контроль над компанией-целью»¹⁹⁰.

Подготовительный этап дружественной сделки «предполагает совместные действия сторон для получения ее одобрения государственными органами, оказывающими на нее непосредственное влияние»¹⁹¹.

В случае недружественного поглощения со стороны инициатора «подготовительный этап может включать в себя скупку акций компании-цели, возбуждение против нее судебных процессов, попытки рейдерского захвата при условии поддержки суда, службы судебных приставов, органов внутренних дел и т.д.»¹⁹².

При недружественном поглощении прежний собственник компании-цели будет стремиться вернуть принадлежавшие ему активы, также прибегая к рейдерским методам и поддержке государственных органов¹⁹³. Поэтому собственник компании-инициатора прибегает к поддержке правоохранительных органов и арбитражных судов. При дружественной сделке «собственники компаний-участников сделки могут стремиться наладить взаимодействие с

¹⁹⁰ Панеях, Э.Л. Правила игры для русского предпринимателя / Э.Л. Панеях; предисл. Е.Г. Ясина. – М. : Колибри, 2009. – С. 140

¹⁹¹ 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. – N 10. – С. 1160

¹⁹² Панеях, Э.Л. Правила игры для русского предпринимателя / Э.Л. Панеях; предисл. Е.Г. Ясина. – М. : Колибри, 2009. – С. 143

¹⁹³ 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. – N 10. – С. 1160

местными органами власти, которые могут помочь снизить возникшую в результате перемены владельцев компании социальную напряженность»¹⁹⁴.

Помимо оказания неформальной поддержки прочих участников российского рынка слияний и поглощений государство также стало активно функционировать на данном рынке в качестве игрока. Усиление роли государства в качестве игрока российского рынка слияний и поглощений отмечает в своих работах А.Д. Радыгин. Он рассматривает данное явление как подавление координационных механизмов спроса и предложения указанного рынка, ведущее к снижению эффективности его функционирования и «восстановлению системы власти-собственности и госкапитализма»¹⁹⁵.

Вывод о расширении присутствия государства как игрока российского рынка слияний и поглощений через действия компаний с преобладающим государственным участием делает в своих исследованиях А.Н. Лякин. Он также подчеркивает, что «активное использование государственных корпораций для расширения подконтрольной государству собственности является специфическим российским феноменом»¹⁹⁶. При этом выбор компании-цели государственные корпорации осуществляют преимущественно в отраслях либо с благоприятной рыночной конъюнктурой, либо с изначально высоким удельным весом государственного присутствия (нефтегазовый сектор, финансовый сектор, связь, транспорт и т.д.)¹⁹⁷.

Хотя действующее российское законодательство провозглашает равенство государственных органов и других субъектов в гражданско-правовых отношениях, государственные органы обладают монополией на «специальный аппарат принуждения», обеспечивающий преимущество перед остальными

¹⁹⁴ 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. – N 10. – С. 1160

¹⁹⁵ Радыгин, А.Д. Государственная компания: сфера проявления «провалов государства» или «провалов рынка»? / А.Д. Радыгин, Ю.В. Симачев, Р.М. Энтов // Вопросы экономики. – 2015. – N 1. – С. 70

¹⁹⁶ Лякин, А.Н. Участие государственных корпораций в процессах слияний и поглощений // Вестник СПбГУ. Серия 5: Экономика. 2010. – N 4. – С. 45

¹⁹⁷ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 32

участниками таких отношений¹⁹⁸. Исследователь Е.В. Балацкий отмечает, что реализация государственного взаимодействия с компаниями-целями на рынке слияний и поглощений описывается моделью «хищник-жертва»¹⁹⁹. Государство может инициировать такую сделку в рамках реализации существующей государственной политики, но также мотивом может быть реализация личных замыслов определенных государственных служащих, в результате чего «может наблюдаться диссонанс между целями государства-регулятора в сфере пресечения неэффективных и общественно вредных сделок и государства-агента со своими эгоистическими интересами»²⁰⁰.

Такие факторы, как «отсутствие ясной стратегии государства в отношении действий на рынке слияний и поглощений, сохраняющееся отставание законодательства, в том числе и направленного на защиту конкуренции, недостаточное качество правоприменительной практики, возможность различной интерпретации формальных норм, коррупция, высокая неопределенность ослабляют спрос на установление более эффективного институционального равновесия»²⁰¹.

2.3 Оценка формальных норм институциональной среды

Вышеописанные несовершенства институциональной среды российского рынка слияний и поглощений, выраженные в микродисфункциях современных формальных институтов, регулирующих поведение субъектов, конкуренции между формальными и неформальными правилами, институциональных ловушках усугубляются из-за низкой эффективности действия формальных норм, создаваемых государством.

¹⁹⁸ Балацкий, Е. В., Коньшев, В. А. Взаимодействие государственного и частного секторов в России: проблема достижения равновесия // Общество и экономика. - 2004. - № 1. - С. 15

¹⁹⁹ Там же, С. 10

²⁰⁰ 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. 30

²⁰¹ 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. 1161

К примеру, принятие разнообразных Федеральных законов, а также многочисленных изменений и дополнений действующих Федеральных законов в целях пресечения недружественных поглощений не решило данную проблему. Ключевым моментом оставалось несовершенство правоприменительной практики в сфере защиты от рейдерских атак. Пик недружественных поглощений в истории российского рынка слияний и поглощений состоялся в 2003 году, когда они составили 76% годового объема сделок. При этом «отсутствие четких правовых критериев недружественных поглощений» практически не позволяло привлечь к ответственности за рейдерство²⁰².

Решение проблемы ужесточения наказания за незаконное получение корпоративного контроля получило свое развитие только в 2010 году. Итогом стало принятие такого акта, как «Федеральный закон от 01.07.2010 г. N 147-ФЗ «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и в статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации»²⁰³, позволившего на начальных стадиях пресекать рейдерские атаки. Благодаря этому закону, инициаторов рейдерских атак стали «привлекать к ответственности за подачу в налоговую инспекцию ложных данных об учредителях, за подделку решений общего собрания акционеров и совета директоров, за фальсификацию реестров и результатов голосования»²⁰⁴.

В 2015 году депутатами Госдумы было предложено ввести в УК РФ новую статью 159.7 («Присвоение прав на владение и управление юридическим лицом и (или) его активами»). Согласно предлагаемым изменениям, присвоение прав на владение и управление юридическим лицом или его активами «путем незаконного приобретения права владения, пользования или распоряжения долями»²⁰⁵ должно было бы наказываться лишением свободы на срок от 3 до 5 лет со штрафом в

²⁰² Кормщикова, С.В. Защита от недружественных слияний и поглощений. Классификация различных методов / С.В. Кормщикова // Российское предпринимательство. – 2011. – N 7. – С. 73

²⁰³ Федеральный закон «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и в статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации» от 01.07.2010 N 147-ФЗ (последняя редакция).

²⁰⁴ Осипенко, О.В. Анализ «теневых» форм корпоративного контроля в контексте исследования методов недобросовестной конкуренции на российском рынке капитала / О.В. Осипенко // Современная конкуренция. – 2012. – N 6. – С. 46

²⁰⁵ Мусьял, И.А. Мошенничество в сфере предпринимательской деятельности: практические просчеты и перспективы законодательного закрепления // Современное общество и право. – 2016. - N 3. – С. 186

размере до 1 млн рублей. При использовании для этого служебного положения предусматривалось наказание на срок от 5 до 8 лет со штрафом в размере до 5 млн рублей или конфискацией имущества. Если же это преступление «повлекло за собой угрозу безопасности общества или государства, либо причинение ущерба государству в особо крупном размере, то предлагалось наказание в виде лишения свободы сроком от 10 до 20 лет с конфискацией имущества»²⁰⁶.

Данные предложения мотивировались тем, что квалификация рейдерства как тяжкого уголовного преступления будет способствовать его пресечению.

В 2016 г. данный законопроект был отклонен по причине того, что сформулированные в проектной норме деяния охватываются ст. 159 УК РФ («Мошенничество»)²⁰⁷. Также, должностные лица и лица, выполняющие управленческие функции в коммерческой организации, которые содействовали незаконному получению активов, несут ответственность по ст. 204, 285, 286, 290 УК РФ. В случаях, «связанных с внесением в реестр владельцев ценных бумаг недостоверных сведений либо фальсификацией решения общего собрания акционеров», рейдеры несут ответственность по ст. 170.1, 185.2 и 185.5 УК РФ²⁰⁸.

Таким образом, Верховный суд РФ отметил, что противодействие незаконному отъему активов возможно и в рамках действующих законов. Однако, чтобы повысить эффективность действия данных правовых норм, следует решить проблемы, связанные с правоприменительной практикой. Помимо этого, эксперты отмечают возможность создания стоп-листа для судей, подозреваемых в конфликте интересов при вынесении решений по делам о рейдерских захватах.

Данные о сделках за последнее десятилетие демонстрируют «тенденцию к постепенному преобладанию дружественных сделок, направленных на повышение эффективности производства, над враждебными поглощениями и

²⁰⁶ Мусьял, И.А. Мошенничество в сфере предпринимательской деятельности: практические просчеты и перспективы законодательного закрепления // Современное общество и право. – 2016. - № 3. – С. 187

²⁰⁷ Уголовный кодекс Российской Федерации [федер. закон: принят Гос. Думой 24 мая 1996 г.: по состоянию на 5 февраля 2017 г.].

²⁰⁸ Там же

рейдерством»²⁰⁹. Публичные корпоративные конфликты стали редкостью. Активно развивались «цивилизованные формы сделок слияний и поглощений, наблюдался рост количества и общей стоимости сделок, в том числе и трансграничных»²¹⁰. Сделки слияний и поглощений стали использоваться компаниями для повышения капитализации при осуществлении процедуры IPO. Крупные корпорации стали занимать на российском рынке стабильные позиции.

Что касается такого сегмента рынка, как недружественные поглощения, то современные данные позволяют установить, что большинство из них перешли в сферу среднего и малого бизнеса, где у владельцев фирм нет достаточных возможностей отбить рейдерскую атаку. При этом тактики атак на средний и малый бизнес стали отличаться масштабностью и высокотехнологичностью (как пример можно привести использование гринмейл-тактик).

Причиной невозможности применения опыта западных стран по защите от недружественных слияний и поглощений в первую очередь являлось «длительное отсутствие надлежащей законодательной базы (в случае с методом разделения совета директоров и методом ядовитой пилюли)»²¹¹. Защитный метод «золотой парашют» трансформировался в дополнительный доход топ-менеджеров, что привело «к запрету на их использование в государственных корпорациях и компаниях с преобладающим государственным участием»²¹². Итогом явилось принятие Федерального закона от 02.04.2014 г. № 56-ФЗ «О внесении изменений в Трудовой кодекс Российской Федерации в части введения ограничения размеров выходных пособий, компенсаций и иных выплат в связи с прекращением

²⁰⁹ Алексеенко, А.Г. Трансформация рейдерства как теневого сегмента рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко, О.Б. Шилович, В.П. Зыза; в сборнике: Проблемы достижения экономической эффективности и социальной сбалансированности: императивы, правовые и хозяйственные механизмы. Материалы международной научно-практической конференции, посвященной 95-летию Финансового университета; под ред. В.В. Сорокожердьева – 2014. – С.7

²¹⁰ Осипенко, О.В. Анализ «теневых» форм корпоративного контроля в контексте исследования методов недобросовестной конкуренции на российском рынке капитала / О.В. Осипенко // Современная конкуренция. – 2012. – № 6. – С. 46

²¹¹ Зыза, В.П. Предотвращение неэффективных сделок слияний и поглощений: институциональный аспект / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко; в сборнике статей международной научно-практической конференции под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – 2014. – С. 7

²¹² Шувалова, М. Выплата «золотых парашютов»: разъяснения ВС РФ / М. Шувалова. – Режим доступа: <http://www.garant.ru/article/630382>

трудовых договоров для отдельных категорий работников»²¹³. Из него следует запрет на превышение троекратной суммы среднего месячного заработка при определении размера выходных пособий для топ-менеджеров государственных компаний. Компенсационные выплаты «предусмотрены лишь в случае увольнения по инициативе работодателя, либо в случае увольнения в связи со сменой собственника»²¹⁴. Данный закон имеет обратную силу.

Своеобразие российских методов осуществления недружественных поглощений также ограничивало использование зарубежного опыта корпоративной защиты. Характерными чертами нападения до принятия антирейдерских поправок в УК РФ являлись: «злоупотребления должностными полномочиями, вымогательство, преступный сговор, угроза убийством, фальсификация и хищение документов, преднамеренное банкротство»²¹⁵. Учитывая это, опыт противостояния рейдерству у российских компаний является сложным и уникальным.

Современному российскому рынку слияний и поглощений требуется дальнейшее совершенствование формальных регулирующих институтов. Механизмы осуществления недружественных сделок постоянно эволюционируют, и отсутствие адекватного ответа сказывается на общей эффективности данного рынка.

Одним из основных подобных регулирующих институтов в настоящее время является «Федеральный закон № 135-ФЗ «О защите конкуренции», базировавшийся на Законе РФ 1991 г. «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках»»²¹⁶. Последний, базировался, в свою очередь, на «принципах конкурентной политики,

²¹³ Федеральный закон «О внесении изменений в Трудовой кодекс Российской Федерации в части введения ограничения размеров выходных пособий, компенсаций и иных выплат в связи с прекращением трудовых договоров для отдельных категорий работников» от 02.04.2014 N 56-ФЗ (последняя редакция).

²¹⁴ Там же.

²¹⁵ Фаенсон, М.И. Рейдерство (недружественный захват предприятий): практика современной России / М.И. Фаенсон, А.А. Пиманова. – М. : Альфа-Пресс, 2007. – С. 35

²¹⁶ Тепляков, С.Н. Сравнительный анализ антимонопольной политики Европейского союза и Российской Федерации в области картельных соглашений / С.Н. Тепляков // Современная конкуренция. – 2014. – N 3. – С. 51

изложенных в Римском Договоре ЕС (в частности, ст. 85 и 86)»²¹⁷. «Федеральный закон № 135-ФЗ «О защите конкуренции» определяет полномочия и функции Федеральной антимонопольной службы (ФАС) в области государственного контроля за экономической концентрацией»²¹⁸. Согласно данному закону, «без получения предварительного согласия ФАС осуществить процедуру реорганизации коммерческих организаций или заключать сделки с акциями и имуществом коммерческих организаций, правами в отношении коммерческих организаций невозможно»²¹⁹.

Целью и задачами ФАС является «установление, ограничивают ли те или иные сделки и действия конкуренцию на соответствующем товарном рынке, предотвращение таких сделок, при которых вероятность вредных последствий для конкуренции преобладает над возможной выгодой»²²⁰. Задачей ФАС в процессе регулирования сделок слияний и поглощений является «недопущение концентрации, направленной на вытеснение конкурентов, и злоупотреблений монопольным положением с целью ограничения конкуренции через систему формальных и неформальных связей»²²¹.

Пресечение подобных сделок регулируется ст. 11 («Запрет на ограничивающие конкуренцию соглашения или согласованные действия хозяйствующих субъектов») и ст. 14 («Запрет на недобросовестную конкуренцию») Федерального закона № 135-ФЗ «О защите конкуренции»²²². Если стороны сделки относительно малы, то такая сделка не будет представлять опасности для конкуренции, и ФАС даст согласие на заключение сделки²²³.

«Предварительное согласие антимонопольного органа для заключения сделки не потребуется при условиях, что перечень лиц, входящих в одну группу лиц, был представлен в антимонопольный орган не позднее, чем за один месяц до

²¹⁷ Тепляков, С.Н. Сравнительный анализ антимонопольной политики Европейского союза и Российской Федерации в области картельных соглашений / С.Н. Тепляков // Современная конкуренция. – 2014. – № 3. – С. 53

²¹⁸ Федеральный закон от 26.07.2006 N 135-ФЗ "О защите конкуренции" с изменениями, вступившими в силу с 08.01.2019 года (ред 43). Действующая редакция.

²¹⁹ Там же

²²⁰ Там же

²²¹ Там же

²²² Там же

²²³ Официальный сайт Федеральной Антимонопольной Службы России. – Режим доступа: <http://fas.gov.ru>

осуществления создания и реорганизации коммерческих организаций, сделок с акциями»²²⁴. В таких случаях обязательно последующее его уведомление.

Важная особенность участия ФАС в процессах слияний и поглощений – определение доминирующего положения участников сделок²²⁵. Запрет на злоупотребление доминирующим положением регулируется ст. 10 «Федерального закона № 135-ФЗ «О защите конкуренции»». «Доминирующее положение может быть установлено ФАС только в ходе рассмотрения дела о нарушении антимонопольного законодательства либо при осуществлении контроля за экономической концентрацией»²²⁶. Хозяйствующие субъекты имеют право на предоставление доказательств «того, что даже рыночная доля свыше 50% может не обозначать их доминирующее положение»²²⁷. При признании «отсутствия доминирующего положения» на заключение сделки не будет ограничений.

Как уже было отмечено ранее, нормы основного формального института пресечения неэффективных сделок на российском рынке слияний и поглощений - антимонопольного законодательства – в большинстве своем являются оценочными. При этом они допускают исключения (отраженные, в частности, в ст. 10 ГК РФ)²²⁸ из «принципа свободы договора (зафиксированного в ст. 421 ГК РФ), соответственно, необходимы определенные меры, чтобы снизить вероятность ошибок при рассмотрении дел»²²⁹.

При применении оценочных норм наиболее часто встречаются следующие ошибки:

а) Ошибки I рода – «антимонопольный орган ошибочно запрещает сделку слияния или поглощения, либо предъявляет чрезмерно жесткие поведенческие и/или структурные требования для разрешения сделки слияния или

²²⁴ Петров, Д.А. Конкурентное право: теория и практика применения: учебник. / Д.А. Петров; под общ. ред. В.Ф. Попондопуло. – М. : Юрайт, 2013. – С. 120

²²⁵ Там же.

²²⁶ Шаститко, А.Е. Рыночная власть коллективно доминирующих компаний в контексте применения антимонопольного законодательства / А.Е. Шаститко // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2010. – N 2. – С. 60

²²⁷ Там же, С. 58

²²⁸ Там же, С. 62

²²⁹ Там же, С. 62

поглощения»²³⁰. Негативным эффектом от таких ошибок является то, что в данном случае антимонопольный орган подрывает стимулы рыночных субъектов искать более эффективные способы взаимодействия и в результате сам ограничивает конкуренцию на рынке²³¹.

б) Ошибки II рода – антимонопольный орган ошибочно разрешает сделку слияния или поглощения или создает максимально благоприятные условия для разрешения сделки, потенциально ограничивающей конкуренцию²³².

Чтобы снизить вероятность ошибки при принятии решений антимонопольными органами при рассмотрении дел, требуется высококачественная аргументация, как юридическая, так и экономическая. Экономическую аргументацию строят на разработанных экономической теорией подходах к формулировке и проверке гипотезы о безвредности для конкуренции на рынке предполагаемой сделки слияния или поглощения²³³.

В случае участия субъектов естественных монополий в процессах слияний и поглощений ФАС обязывает их получать «предварительное согласие на инвестиции в производство (реализацию) товаров в конкурентных областях деятельности, а также контролирует вероятность ущемления интересов потребителей услуг естественных монополий в результате проведения процессов слияний и поглощений»²³⁴.

Особое внимание следует уделить государственному контролю над непосредственно осуществлением процедуры слияния или поглощения. В процессе создания российской правовой процедуры за основу была взята Директива Совета Европейских Сообществ от 9 октября 1978 г. № 78/855/ЕЭС. В данной Директиве представлены два способа слияния: «слияние путем поглощения одного или нескольких обществ и слияние путем учреждения нового

²³⁰ Шаститко, А.Е. Рыночная власть коллективно доминирующих компаний в контексте применения антимонопольного законодательства / А.Е. Шаститко // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2010. – N 2. – С. 63

²³¹ Дзагурова, Н.Б. Ошибки I и II рода в регулировании вертикальных ограничивающих соглашений / Н.Б. Дзагурова // Современная конкуренция. – 2013. – N 6. – С. 33

²³² Там же, С. 40

²³³ Редькина, А.Ю. Использование предписаний в российском контроле экономической концентрации: модели дискретного выбора / А.Ю. Редькина // Современная конкуренция. – 2015. – N 5. – С. 39

²³⁴ Официальный сайт Федеральной Антимонопольной Службы России. – Режим доступа: <http://fas.gov.ru>

общества. При проведении процедуры слияния путем поглощения одного или нескольких обществ особое внимание уделяется правам работников. Российским аналогом вышеописанных процедур являются процедуры реорганизации юридических лиц в форме присоединения и слияния обществ»²³⁵.

Для осуществления данных процедур, реорганизуемые компании должны соблюдать требования, предусмотренные ст. 57 ч. 1 ГК РФ и ст. 15, 16, 17 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», такие как «проведение нескольких общих собраний акционеров (участников), организаций, участвующих в данном процессе и заседаний советов директоров»²³⁶ и осуществления «комплекса стабилизирующих мероприятий»²³⁷. В частности, Федеральный закон № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» предусматривает тот факт, что реорганизация может содержать риск значительного ухудшения положения кредиторов реорганизуемых обществ. В соответствии с Федеральным законом № 208-ФЗ «Об акционерных обществах», «не позднее 30 дней с даты принятия решения о реорганизации юридическое лицо обязано письменно уведомить об этом кредиторов, а также опубликовать в печатном издании, предназначенном для данных о государственной регистрации юридических лиц, сообщение о принятом решении (а при реорганизации в форме слияния или присоединения - с даты принятия решения об этом последним из обществ, участвующих в слиянии или присоединении)»²³⁸. Помимо этого, в соответствии с п. 1 ст. 75 Федерального закона № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» «акционеры реорганизуемых компаний вправе требовать от общества выкупа всех или части принадлежащих им акций»²³⁹. Это необходимо для защиты прав миноритарных акционеров.

Также важным аспектом регулирования процедуры реорганизации является то, что ликвидация деятельности одного или всех участников сделки по ее итогам

²³⁵ Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ "Об акционерных обществах" с изменениями, внесенными Федеральным законом от 27.12.2018 N 514-ФЗ (ред. 62).

²³⁶ Там же

²³⁷ Там же

²³⁸ Там же

²³⁹ Там же

приводит, согласно п. 2 ст. 13 Федерального закона «О лицензировании отдельных видов деятельности» N 99-ФЗ, к аннулированию их лицензий. Данный закон не гарантирует созданной в результате реорганизации новой компании-правопреемнику получение аналогичной лицензии²⁴⁰. Так как в некоторых ситуациях данная неопределенность может создавать серьезные риски для осуществления процесса реорганизации, это создает устойчивую почву для поддержания неформальных контактов собственников компаний с сотрудниками лицензирующего органа с целью снижения транзакционных издержек процесса реорганизации.

Следует отметить, что существующий правовой институт реорганизации не обладает высокой адаптивной эффективностью функционирования, что, в свою очередь, оказывает влияние на аллокативную эффективность функционирования российского рынка слияний и поглощений. Причинами это являются высокие транзакционные издержки процедуры реорганизации, а именно, издержки, связанные с «получением разрешения антимонопольных органов, фактором времени, появлением дополнительных обязанностей у собственников, появлением дополнительных предпринимательских рисков»²⁴¹.

Таким образом, можно сделать вывод, что институциональная среда российского рынка слияний и поглощений требует дальнейших преобразований в сфере правоприменения норм. Перспектива эффективного развития рынка слияний и поглощений в России, в большей мере оказалась обусловлена проблемами функционирования и качества формальных институтов²⁴². Наиболее эффективным ограничением «двойных стандартов» правоприменения норм может быть независимое судопроизводство и, следовательно, правоприменение.

Подводя итоги данной главы исследования, становится возможным сделать следующие выводы.

²⁴⁰ Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая, третья и четвертая: [федер. закон: принят Гос. Думой 21 окт. 1994 г.: по состоянию на 01 января 2019 г.].

²⁴¹ Зыза, В.П. Предотвращение неэффективных сделок слияний и поглощений: институциональный аспект / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко; в сборнике статей международной научно-практической конференции под общ. ред. Э.В. Соболева, С.И. Берлина, В.В. Сорокожердьева. – 2014. – С. 8

²⁴² Там же

Для российского рынка слияний и поглощений по-прежнему высоко актуальна проблема создания эффективных институциональных ограничений недружественных поглощений, неэффективного передела собственности, блокировки формальными нормами существующих институциональных ловушек, стимулирующих недобросовестное поведение субъектов.

Анализа эволюции развития российского рынка слияний и поглощений показал, что торможение его эффективного развития обусловлено проблемами функционирования и качества формальных регулирующих институтов, которые работают либо как средство достижения неформальных договоренностей, либо как дополнительное ограничение в выборе стратегии неформального поведения рыночных агентов. 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 субъекта²⁴³. Данные микродисфункции формальных регулирующих институтов способствовали закреплению ловушки применения оценочных норм антимонопольного законодательства, реализующуюся в невозможности эффективного пресечения недобросовестных, и, одновременно, в торможении обоснованных и эффективных сделок на российском рынке слияний и поглощений²⁴⁴.

²⁴³ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁴⁴ Там же

Глава 3. Эффекты российского рынка слияний и поглощений

3.1 Необходимость фокусирования анализа на односторонних эффектах

Координационные механизмы спроса и предложения на рынке слияния и поглощений не могут предотвратить появление внешних эффектов от его функционирования. В России соотношение эффектов для потребителей и производителей от слияний и поглощений отражено в ст. 13 Федерального закона № 135-ФЗ «О защите конкуренции». Согласно данной статье, «действия занимающих доминирующее положение на рынке компаний, а также соглашения и согласованные действия могут быть признаны допустимыми, если у отдельных лиц отсутствует возможность устранения конкуренции, и при этом повышается эффективность производства и увеличивается благосостояние потребителей»²⁴⁵.

Детально односторонние эффекты рынка слияний и поглощений в настоящее время в России не анализируются. Понятие «односторонний эффект» означает вероятность, что стороны слияния будут после осуществления сделки иметь возможность и стимулы в одностороннем порядке ухудшить конкурентное состояние в результате потери соперничества между ними²⁴⁶. Другая возможность снижения конкуренции в результате слияния заключается в координационных эффектах. Это относится к ситуациям, в которых слияние меняет природу конкуренции на рынке путем невозможности для сливающихся компаний и их конкурентов снизить интенсивность конкуренции из-за негласной координации их поведения. В большинстве случаев ухудшение конкуренции между компаниями принимает форму увеличения цен (для одной или обеих сторон слияния), хотя оно также может быть представлено снижением качества продукта или услуги, снижением инноваций и так далее.

²⁴⁵ Федеральный закон от 26.07.2006 N 135-ФЗ "О защите конкуренции" с изменениями, вступившими в силу с 08.01.2019 года (ред 43). Действующая редакция.

²⁴⁶ Brito, D., Riberio, R., Vasconcelos, H. Measuring Unilateral Effects in Partial Horizontal Acquisitions // Internatoinal Journal of Industrial Organization. – 2014. – Vol. 33 - P. 23

В основе односторонних эффектов лежит следующая концепция. Когда компания увеличивает цены, некая доля покупателей переходит к конкурентам, таким образом, отток потребителей служит сдерживающим средством от подобных действий, так как это приведет к сокращению продаж и, следовательно, прибыли. Однако, в случае слияния с конкурентом это перестает быть препятствием, так как доля упущенных продаж и прибылей будет ассимилирована в результате слияния, следовательно, вероятность того, что данное повышение цен будет нерентабельным, станет гораздо ниже. Таким образом, это потенциально является стимулом увеличивать цены.

Масштабы, представительность и общественная значимость односторонних эффектов, формирующихся на рынке слияний и поглощений, обуславливает необходимость выделения соответствующего сектора поля исследования методических инструментов оценки указанных эффектов.

Пытаясь оценить вероятность наступления односторонних эффектов, государственные регулирующие органы разных стран, в том числе и в России, традиционно опирались на показатели рыночной доли участников слияния после совершения сделки и приращения рыночной доли в результате слияния. Базовой предпосылкой для этого служит то, что рыночная доля теоретически отражает степень захвата фирмой рыночной власти и, следовательно, возможность повышать цены в той же степени, в какой фирмы ранее оказывали конкурентное давление друг на друга. Другими словами, чем больше рыночные доли сторон слияния, тем в большей степени, в результате повышения цен, упущенные продажи одной стороны перейдут к другой (при условии, что между фирмами тесная конкуренция), и, таким образом, выше процент потерь прибыли, который ассимилируется в результате слияния²⁴⁷.

Однако, показатель рыночной доли не может служить надежным индикатором конкурентного давления и перспективы односторонних эффектов в случае если фирмы дифференцированы, например, по цене, качеству,

²⁴⁷ Brito, D., Riberio, R., Vasconcelos, H. Measuring Unilateral Effects in Partial Horizontal Acquisitions // *International Journal of Industrial Organization*. – 2014. – Vol. 33. - P. 27.

территориально, масштабу и т.д. Причина этого в том, что показатели, основанные на оценке рыночной доли, косвенным образом используют рыночную долю как меру тесноты конкуренции, хотя на практике они зачастую не могут обеспечить четкое представление об этом²⁴⁸. Следовательно, показатели рыночной доли не могут охватить степень ассимиляции упущенной прибыли в результате слияния, и соответственно, предсказать повышение цен после слияния.

Для того, чтобы учесть вышеописанные недостатки и лучше исследовать понятие тесноты конкуренции, за последние 10 лет был разработан ряд специальных показателей - индексов ценового давления. Такой способ оценки односторонних антиконкурентных эффектов от горизонтальных слияний привлекает внимание исследователей, в особенности в ЕС и США. Это нашло свое отражение в руководствах по горизонтальным слияниям Федеральной Комиссии по Торговле и в их использовании при оценке недавних слияний, в особенности слияний в высоко изменчивом секторе потребительских товаров²⁴⁹. Отмечено, что эти способы были применены в оценке слияний в Южной Африке, в контексте слияния Masscash Holdings и Fino Enterprises²⁵⁰.

Растущая популярность этих способов оценки перспектив односторонних эффектов, главным образом, базируется на той точке зрения, что на рынках с дифференцированным продуктом традиционные показатели оценки рыночной доли не смогут адекватно охватить тесноту конкуренции между сторонами, осуществляющими слияние, и их конкурентами, и, следовательно, стимулы, побуждающие объекты слияния поднять цены после сделки. В противоположность традиционным показателям оценки рыночной доли, по которым пытаются сделать вывод о вероятности повышения цен после слияния, а также общем уровне концентрации на рынке, индексы ценового давления позволяют попытаться ответить на вопрос, даст или нет слияние стимул для

²⁴⁸ Jaffe, S., Weyl, G. The First-Order Approach to Merger Analysis // American Economic Journal: Microeconomics. – 2013. – P. 10

²⁴⁹ U.S. Dep't of Justice & Federal Trade Commission, Horizontal Merger Guidelines. - 2010. - available at: <http://www.ftc.gov/os/2010/08/100819hmg.pdf>

²⁵⁰ Epstein, R., Rubinfeld, D. Understanding UPP // The BE Journal of Theoretical Economics. – 2010. – Vol. 10. – No. 8 – P. 21

сторон слияния поднять цены, более точно, используя небольшое количество ключевых параметров, которые фактически влияют на перспективу появления односторонних эффектов. Данные индексы позволяют использовать расчет коэффициентов отклонений с целью получения информации о вероятном объеме упущенных продаж и прибыли, ассимилирующихся в результате слияния и предельных величин, чтобы оценить как размер упущенной прибыли, ушедшей к другим конкурентам, так и степень чувствительности потребительского спроса к цене. Эти ключевые параметры затем объединяются в специальные критерии с целью оценки вероятности повышения ценового давления в результате сделки и количественного определения степени ценового давления²⁵¹.

Необходимо помнить, что независимо от наличия дифференциации, полный анализ односторонних эффектов также принимает во внимание прочие конкурентные ограничения, которые могут предотвратить повышение цен, случающееся после слияния. Например, если барьеры входа на рынок низкие, или если для конкурентов не составляет труда изменить свои конкурентные предложения, чтобы более тесно конкурировать с компаниями, являющимися сторонами слияния, то компании, участвующие в слиянии в любом случае не смогут одновременно поднять цены после слияния и не потерять прибыль.

Однако, несмотря на широкое признание того, что индексы ценового давления дают больше понимания, чем показатели рыночной доли, продолжаются споры о том, как следует интерпретировать значения данных индексов.

В современном экономическом анализе чаще всего рассматривают три основных индекса ценового давления: индекс повышения ценового давления (UPP), индекс валового повышения ценового давления (GUPPI), индекс иллюстративного роста цен (IPR)

Первый индекс ценового давления был предложен Джозефом Фарреллом и Карлом Шапиро в 2010 году. Они описывают свой индекс повышения ценового

²⁵¹ Carlton, D. Use and Misuse of Empirical Methods in the Economics of Antitrust, available at: <https://www.competitionpolicyinternational.com/useand-misuse-of-empirical-methods-in-the-economics-of-antitrust>

давления как «экономическую альтернативу определения рынка»²⁵² и настаивают, что он, вероятно, будет значительно более информативный в выявлении антиконкурентных последствий слияния производителей дифференцированных товаров, чем стандартные показатели экономической концентрации.

Для иллюстрации применения показателя рассмотрим слияния между фирмами А и В, конкурирующими по цене, каждая из которых производит товар А и В соответственно. Итоговый UPP для фирмы А, полученный в результате слияния, рассчитывается с помощью следующего выражения

$$UPP_a = d_{ab}(p_b - c_b) - \theta_a c_a \quad (3.1);$$

где d_{ab} - коэффициент отклонения для фирм А и В, рассчитанный перед слиянием;

p_b - цена фирмы В до слияния;

c_a и c_b - предельные издержки до слияния фирм А и В соответственно;

θ_a - процентное сокращение предельных издержек фирмы А, полученное как результат синергетического эффекта от слияния.

Показатель UPP для фирмы В рассчитывается эквивалентным выражением.

Первый член правой части уравнения, представленного в формуле 3.1, охватывает повышение ценового давления в результате ассимиляции (интернализации) упущенных продаж и приравнивается к значению коэффициента отклонения между фирмами А и В и к абсолютной марже фирмы В. Второй член правой части уравнения, представленного в формуле 3.1, охватывает снижение ценового давления по причине сокращения предельных издержек производства фирмы А в результате слияния. Если первое превышает последнее, то $UPP_a > 0$ и можно сделать вывод, что результатом слияния явилось повышение ценового давления для фирмы А при сохранении цены фирмы В неизменной. Проведя такой же анализ в отношении фирмы В, Фаррелл и Шапиро

²⁵² Farrell, J., Shapiro, C. Antitrust Evaluation of Horizontal Mergers: An Economic Alternative to Market Definition // The B.E. Journal of Theoretical Economics. – 2010. – Vol.10 (1). – P. 4

предположили, что слияния служат причиной повышения ценового давления для обеих фирм, а если результаты показателя разнятся и положительный результат относится к значимому продукту, то ситуация требует более тщательного анализа²⁵³.

В особенности, показатель UPP помогает легко определить, будет ли цена на рассматриваемый продукт вероятнее расти или уменьшаться в результате слияния, но при этом неизвестно, будет ли изменение цены значительным. Это означает, что данный показатель в принципе не может служить доказательством вывода о возможности значительного снижения конкуренции из-за односторонних эффектов. Более того, важно признать, что данный подход, как и подходы, которые будут рассмотрены ниже, сфокусирован исключительно на стороне спроса и не предоставляет никакой возможности для оценки перспектив реакции предложения в динамике, таких как вторжение новых товаров на рынок.

Вариант показателя UPP, привлечший наибольшее внимание экономической практики – это индекс валового повышения ценового давления (GUPPI), представленный Стивеном Салопом и Сержем Мореси в 2010 году. Важно отметить, что метод GUPPI был применен в обновленных рекомендациях Европейской комиссии по горизонтальным слияниям 2010 г.²⁵⁴. Также, данный метод был представлен на семинаре по практикам и процедурам расследования слияний Будапештского Регионального Центра ОЭСР-ГВХ по Конкуренции в 2014 году, где принимала участие и ФАС России. В рамках докладов были описаны преимущества данного метода и предложены рекомендации к его применению, однако до настоящего времени ФАС России не прибегало к нему. Как и в случае UPP, рассчитывают два значения GUPPI для сторон слияния – фирм А и В, производящих дифференцированные товары. GUPPI для фирмы А, например, измеряет стимул для фирмы А увеличить цену на товар А, при

²⁵³ Farrell, J., Shapiro, C. Upward Pricing Pressure and Critical Loss analysis: Response // The CPI Antitrust Journal. – February, 2010. - p. 4.

²⁵⁴ Moresi, S., Salop, S.C. Updating the Merger Guidelines: Comments // Horizontal Merger Guidelines Review Project. - 2009. - available at: <http://www.ftc.gov/os/comments/horizontalmergerguides/545095-00032>

сохранении цены фирмы В на постоянном уровне. GUPPI для фирмы А определяется как:

$$GUPPI_a = \frac{d_{ab}}{p_a} (p_b - c_b) \quad (3.2);$$

где d_{ab} - величина коэффициента отклонения фирмы А и фирмы В;

p_a и p_b - цены фирм А и В соответственно;

c_b - предельные издержки фирмы В.

Все значения показателей берутся на момент, предшествующий слиянию. GUPPI для фирмы В рассчитывается эквивалентно выражению, приведенному в формуле 3.2. Из уравнения, приведенного выше, ясно следует, что показатель GUPPI по существу, вариация показателя UPP, пренебрегающая возможностью повышения эффективности, спровоцированной слиянием, и измеряющая масштаб эффекта повышения ценового давления от цены фирмы А.

Показатель GUPPI может использоваться как попытка оценить увеличение цен после слияния путем измерения (или предположения) как связана динамика ценовых изменений с изменением предельных издержек фирм, т.е. требуется методика подсчета степени перекладывания фирмой возросших издержек в цены товаров («firm's pass-through rate»)²⁵⁵. Такой показатель демонстрирует количество, на которое могут увеличиться цены фирмы относительно увеличения ее предельных издержек, при условии, что предельные издержки остальных фирм постоянны. Однако, исследователи отмечают, что необходимо быть крайне внимательным при проведении приблизительной оценки данного показателя, так как значение, которое будет актуальным для дальнейших расчетов – это не результат оценки ни до, ни после слияния, хотя истинное значение может лежать близко к обеим названным оценкам. Данный показатель делает возможным определение увеличения роста цен после слияния, так как изначально в его расчет заложено допущение о форме соответствующей кривой спроса на товар фирмы.

²⁵⁵ Moresi, S. The Use of Upward Price Pressure Indices in Merger Analysis // Antitrust & Competition. – Feb. 2010. - available at: <http://www.crai.com/publication/use-upward-price-pressure-indices-merger-analysis>

Если данный показатель принять за p_a , тогда приблизительное значение процентного увеличения цен, вызванного слиянием, можно выразить как $p_a \text{GUPPI}_a$ (часть от валового повышения ценового давления в результате слияния перейдет к потребителям фирмы А в виде увеличения цен). Тогда расчетный рост цен фирмы А после слияния выглядит следующим образом:

$$\frac{\Delta p_a}{p_a} = p_a \text{GUPPI}_a = p_a \frac{d_{ab}}{p_a} (p_b - c_b) \quad (3.3);$$

По существу, подход GUPPI делает принципиально возможным обращаться к вопросу, должно ли слияние дать возможность значительного снижения конкуренции (т.е. роста цен более чем на 5%) из-за односторонних эффектов. Но, как и в ранее представленный показатель UPP, в показатель GUPPI не заложен потенциал оценки динамичного реагирования конкурента. Более того, этот индекс не стоит использовать напрямую при подсчете эффектов экономии.

Индекс иллюстративного роста цен (IPR) как и индекс GUPPI обеспечивает оценку размеров увеличения цены, но отличается от GUPPI и UPP в некотором отношении. Во-первых, GUPPI и UPP исследуют мотивы сторон слияния к увеличению цен, при условии, что цена на товар другой стороны слияния неизменна, в то время как модель IPR принимает во внимание эффект обратной связи цен на товары сторон слияния (но не берет в расчет цены других конкурентов)²⁵⁶. Во-вторых, метод IPR предпочитает использованию параметров «pass-through rate» для оценки разброса увеличения цен определенную функциональную форму спроса, такую как линейный спрос или абсолютно неэластичный спрос. Показатель IPR для фирм с линейным спросом рассчитывается как:

$$\text{IPR}_{\text{linear}} = \frac{md}{2(1-d)}; \quad (3.4)$$

где m – прибыль фирмы А и фирмы В до слияния;

d – коэффициент отклонения товара А к товару В до слияния.

В случае абсолютно неэластичного спроса формула примет вид:

²⁵⁶ Noel, M.D. Upward Price Pressure, Merger Simulation, and Merger Simulation Light // CPI Antitrust Chronicle. – 2011. - available at: <https://www.competitionpolicyinternational.com/upward-price-pressure-merger-simulation-and-merger-simulation-light>

$$\text{IPR}_{\text{isoelastic}} = \frac{md}{1-m-d}; \quad (3.5)$$

Отметим, что данная формула предполагает, что слияние не принесет дополнительных эффектов, хотя альтернативная формула, учитывающая данные факторы, может быть выведена аналитически.

Хотя показатель IPR может казаться отличным от индекса GUPPI (если сравнивать только по формулам), в реальности оба этих метода очень близки. Чтобы в этом удостовериться, рассмотрим приведенную выше формулу GUPPI и примем те же самые допущения, используемые в расчете IPR для линейного спроса, а именно, что фирмы являются симметричными, а спрос является линейным, затем перестроим выражение и упростим:

$$\frac{\Delta p_a}{p_a} = p_a \text{GUPPI}_a = p_a \frac{d_{ab}}{p_a} (p_b - c_b) = \frac{1d(p_b - c_b)}{2p_a p_b} = \frac{md}{2}; \quad (3.6)$$

Как таковые, показатели GUPPI и IPR практически идентичны, за исключением того факта, что величина IPR также определяется фактором, который можно интерпретировать как дополнительное увеличение цен, возникающее в результате фактора эффекта обратной связи увеличения цены одной из сторон слияния на цену другой стороны слияния.

Как и индекс GUPPI, индекс IRR делает принципиально возможной оценку того, должно ли слияние повлечь существенное снижение конкуренции под влиянием односторонних эффектов. Однако, он обладает многими, если не всеми, из тех же недостатков, например, его результаты чувствительны к изменениям изначально предполагаемых допущений, и этот метод не включает в себя оценку реакции предложения во времени со стороны конкурентов²⁵⁷.

Несмотря на то, что все описанные выше индексы ценового давления требуют относительно мало эмпирических данных, важно признать, что есть ряд спорных вопросов, когда в расчет берется их практическое применение. Самый очевидный вопрос касается пары ключевых исходных данных – надбавки и

²⁵⁷ Simons, J.J., Coate, M.B. Upward Pressure on Price (UPP) Analysis: Issues and Implications for Merger Policy. - available at: <http://ssrn.com/abstract=1558547>

коэффициенты отклонения, которые должны быть примерно или точно определены. Однако, также необходимо рассмотреть соответствия актуальным допущениям, которые подкрепляют формулы индексов, и степень возможности включения показателей эффективности в анализ.

Для того чтобы измерить, в какой степени продажи одной стороны слияния могут перейти к другой, если первая увеличит цены, необходимо определить коэффициенты отклонения. Чаще всего их берут из опросов потребителей фирм-сторон слияния. В кратком опросе потребителям предлагают ответить, как бы они отреагировали, если фирма, у которой они приобретают товары в данный момент, увеличит цены на 5-10% или прекратит свое существование. Использование таких опросов может быть полезным в той степени, в какой дает возможность практикам прямо оценить потребительские предпочтения по сравнению с той информацией, которую могли бы дать факты из рыночных наблюдений. Однако, исследования потребителей могут быть предметом значительных спорных вопросов.

Во-первых, именно реакция маргинальных потребителей является соответствующей целям оценки вероятности того, что слияние повлечет односторонние эффекты. Следовательно, исследование должно быть организовано таким образом, чтобы дать возможность практикам четко дифференцировать предельных потребителей. Это может быть определенной проблемой в случаях, где предполагается, что потребители с трудом интерпретируют гипотетические ценовые изменения и, следовательно, потребителей вместо этого спрашивают, как бы они отреагировали, если фирма, у которой они приобретают товары в данный момент, перестанет быть доступной по цене. Столкнувшись с вопросом, фактически, подразумевающим неопределенное увеличение цены, даже потребители, лояльные к небольшому изменению цен, вероятно, ответят, что переключатся на конкурента. В таких случаях требуется идентифицировать, какова вероятность, что потребители являются инфрамаргинальными.

Во-вторых, общей проблемой, связанной с разработкой и реализацией опросов потребителей, является то, их результаты могут быть склонны к необъективности в результате формулировок специфических вопросов или структурирования опросника.

В-третьих, поскольку невозможно исследовать всех потребителей, следует тщательно разрабатывать структуру выборочного исследования, чтобы максимизировать объективность и также гарантировать, что выборка достаточно велика, чтобы обеспечить высокую степень статистической достоверности по любым оценкам, на которые полагаются в последующих анализах. В особенности является важным, что доверительные интервалы, окружающие точечные оценки, достаточно узкие, так чтобы на полученный логический вывод невозможно было влиять существенным образом, если вместо точечных оценок использовать нижний или верхний пределы²⁵⁸.

Как альтернативу опросам потребителей вывод о коэффициентах отклонения можно получить из реальных данных об эластичности потребительского спроса. Например, на аукционах данные по торгам, где фирмы ранжируются в зависимости от своих ценовых предложений, могут обеспечить индикацию фирмы, которая является следующим ближайшим конкурентом возможного победителя торгов. Аналогичные выводы могут обеспечить исследования потребительских реакций на специфические события, такие как: вход фирмы на рынок, закрытие фирмы и рекламную деятельность фирмы. Разумеется, такие формы доказательства могут быть предпочтительнее опросов потребителей, так как они отражают реальное поведение потребителей. Однако, при таких доказательствах с трудом дифференцируются реакции предельных и инфрамаржинальных потребителей. Например, то, что фирма оказалась второй на аукционе не означает, что обсуждаемые покупатели переключатся с нее на первую фирму, если бы она увеличила цены на небольшую, но важную сумму²⁵⁹.

²⁵⁸ Oldale, A., Padilla, J. EU Merger Assessment of Upward Pricing Pressure: Making Sense of UPP, GUPPI, and the Like // *Journal of European Competition Law & Practice*. – 2013. - Vol. 4, No. 4. – P. 375

²⁵⁹ Willig, R. Unilateral Competitive Effects of Mergers: Upward Pricing Pressure, Product Quality and Other Extensions // *Review of Industrial Organisation*. – 2011. – No. 39. – P. 30.

Набавки (margins) служат двум ключевым целям в формулах, описанных выше. Во-первых, они измеряют сумму валовой прибыли от каждой продажи, которую обсуждаемая фирма могла бы потерять из-за увеличения цен, т.е. от продаж, которые будут отвлечены не другой стороной слияния, а другим конкурентом. Во-вторых, надбавки используют как показатель степени ценовой чувствительности потребителей. Чем больше потребители чувствительны к ценам, тем ниже, вероятно, будут надбавки на конкурентном рынке. Степень надежности индикации ценовой чувствительности зависит от той степени, в которой издержки, на которых базируются надбавки, точно отражают реальные экономические издержки (true economic costs)²⁶⁰. Во многих случаях, валовые надбавки не являются надежным показателем ценовой чувствительности, и, что важнее, не всегда надежно отражают низкую ценовую чувствительность, где валовые надбавки существенны. Например, в случаях, когда конкурентные факторы фирм, в основном, неценовые, бухгалтерское измерение переменных издержек, вероятно, преуменьшит реальные экономические издержки и, следовательно, преувеличит надбавки. По аналогии, определение, какие издержки являются постоянными, а какие – переменными будет неизменно зависеть от диапазона объемов и временных горизонтов, над которыми они рассматриваются. Когда фирма устанавливает цены с точки зрения долгосрочной конкурентоспособности, постоянные издержки, которые перейдут в разряд переменных в долгосрочном периоде, следует включать в расчет надбавок.

Как отмечалось выше, частично привлекательность использования индексов ценового давления объясняется тем, что они просты в применении и требуют небольшое число вводных данных. Однако, как в случае с большинством экономических моделей, жизнеспособная их реализация требует упрощения, т.е. значительное число ограничительных допущений должна быть сделано для того, чтобы сделать данные индексы реальными для ежедневного использования. Среди существующего множества допущений, которые подкрепляют различные

²⁶⁰ Schmalensee, R. Should New Merger Guidelines Give UPP Market Definition? - available at: <https://www.competitionpolicyinternational.com/assets/Free/SchmalenseeDEC-091.pdf>

индексы ценового давления, изложенные выше, три заслуживают особого упоминания²⁶¹.

Во-первых, все описанные выше индексы ценового давления допускают, что обсуждаемые фирмы продают только один продукт, что зачастую, вероятно, будет существенной точкой расхождения теории с действительностью. На практике фирмы продают множество продуктов и часто принимают в расчет воздействия на спрос на другие продукты, когда устанавливают цену и, следовательно, надбавку для данного продукта. Такое поведение при установлении цен порождает разрушение связи между надбавкой для определенного продукта и степенью, с которой потребители продукта будут, вероятно, чувствительны к ценовым изменениям (т.е. с эластичностью спроса), на которую полагаются все приведенные формулы²⁶².

Во-вторых, все индексы ценового давления, описанные выше, получены из экономической модели, базирующейся на модели конкуренции Бертрана (модель конкуренции на рынках с дифференцированным продуктом). В то время как предположение такой формы конкуренции во множестве отраслей обосновано, это не отменяет рассмотрения при попытке использования индексов ценового давления того, действительно ли подходит данная модель конкуренции для слияния, которое пытаются оценить. Индексы ценового давления могут использоваться в различных формах конкуренции, и конечные их формулы могут существенно отличаться от формул, представленных в большей части соответствующей литературы, что может добавить значительную степень сложности и может снизить первоначальную привлекательность использования данных индексов²⁶³.

В-третьих, вышеописанные формулы GUPPI и IRR требуют допущения, выведенного из функциональной формы спроса. Причиной этому является

²⁶¹ Werden, G., Froeb, L. Choosing Among Tools for Assessing Unilateral Merger Effects // Vanderbilt Law and Economics Research Paper. – 2011. - No. 11–19.

²⁶² Werden, G., Froeb, L. Simulation as an Alternative to Structural Merger Policy in Differentiated Products Industries // The Economics of the Antitrust Process, Topics in Regulatory Economics and Policy Series. – 1996. – No. 22. – P. 81

²⁶³ Roberts, A., Wallace, W., Moles, P. Mergers and Acquisitions / Edinburth Business School, Heriot-Watt University. – 2012. – P. 40

следующее: для того, чтобы обеспечить индикацию размера роста ценового давления, а не просто уточнить, есть ли рост ценового давления или нет (как в случае с индексом UPP), необходимо сделать предположение не только о том, как потребители отреагируют на изменения в цене, но и как они будут реагировать, если ценовые изменения станут больше. В случае индекса IRR не оставляет сомнений то, что для различных форм спроса будут разные формулы, в то время как в случае индекса GUPPI предполагаемая форма спроса включена в параметр pass-through rate. Разумеется, если такие эмпирические данные были бы доступны, чтобы достоверно установить функциональную форму спроса для определенной фирмы в определенной отрасли, было бы весьма сомнительно использование индексов ценового давления там, где, например, можно было бы применить более тонкие эконометрические методы. Более того, принятие разных предполагаемых функциональных форм спроса может привести к явным различиям в выводах формул ценового давления в той степени, в которой слияние может казаться высоко проблематичным, базируясь на одной предполагаемой форме спроса, но относительно не вызовет проблем, если применить альтернативное предположение.

Дальнейший спорный вопрос состоит в том, что, хотя по смыслу индексы ценового давления, описанные выше, дают возможным включить в анализ сокращение предельных издержек в результате слияния, важно признать, что это не делается напрямую. Во-первых, нет принципиальной необходимости расширять формулу для включения в анализ эффективности. Во-вторых, и, возможно, что более важно, зачастую бывает сложно достоверно количественно оценить эффективность. Результатом этих сложностей, следовательно, может быть игнорирование эффективности в данной формуле, хотя, как было описано выше, специфическая эффективность слияния может ожидаемо сработать против односторонних эффектов и, тем не менее, подвергнуться критическому рассмотрению в любом анализе²⁶⁴.

²⁶⁴ Shapiro, C. Unilateral Effects Calculations. - available at: <http://faculty.haas.berkeley.edu/shapiro/unilateral.pdf>

Можно сделать вывод, что факт того, что индексы ценового давления являются высоко чувствительными к изменениям допущений и ключевых исходных данных, означает, что они не должны рассматриваться изолированно, а как часть более широкой доказательной основы. Там, где существуют альтернативные формы доказательства и где такие доказательства могут противоречить выходным данным индексов ценового давления, крайне важным для органов государственного регулирования и экономистов-практиков будет сохранение сбалансированного обзора всех имеющихся доказательств, для того, чтобы убедиться в том, что сделанные заключения близки к реальной действительности.

Использование результатов индексов ценового давления как диспозитивного доказательства, или принятие любой формы антиконкурентного вреда только на базе доказательства ценового давления неприемлемо. Более того, из экономической логики также следует невозможность вывода о том, что слияние скорее всего породит односторонний эффект при отсутствии тщательного анализа возможности реакции со стороны предложения, такой как, например, рыночной экспансии, ввода нового продукта или репозиционирования продукта. Чрезмерное сосредоточение на компаниях-сторонах слияния и игнорирование перспектив реагирования со стороны прочих конкурентов может зачастую приводить к значительной переоценке вероятностей возникновения односторонних эффектов для сторон слияния.

Индексы ценового давления могут предоставить полезный способ систематизации информации о коэффициентах отклонений и прибыльности, и в будущем могут послужить для создания таблицы, информирующей относительно перспектив односторонних эффектов (где требуемые вводные данные уже имеются). Данные индексы будут гораздо информативней в этом отношении, чем простой анализ рыночной доли.

3.2 Методические возможности оценки односторонних эффектов

Исходя из предыдущего параграфа, можно сделать вывод, что среди всех индексов ценового давления индекс GUPPI применять удобнее всего, так как он может быть прямо связан с тестом определения рынка гипотетического монополиста. Соответственно, данный метод оценки эффекта от слияний может быть применим и в российской антимонопольной практике.

Также, для большего удобства в практическом применении и лучшей оценки существующих рыночных реалий можно использовать его модифицированную форму – агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI), который предложили ученые Д. Брито, А. Озорио и Р. Риберио в 2015 году²⁶⁵. Разработка данного показателя связана с особенностями исследования частичных поглощений. Частичные поглощения, в отличие от полных слияний и поглощений, не ограничивают необратимо и полностью конкуренцию между фирмами²⁶⁶. Тем не менее, «для антимонопольных органов они могут предоставлять определенные основания для беспокойства, следовательно, растет интерес к оценке создаваемыми ими конкурентных эффектов»²⁶⁷.

Ранее антимонопольные органы по всему миру фокусировали свое внимание на частичных поглощениях, порождающих перекрестную структуру владения. Такие поглощения осуществляются собственниками фирмам-конкурентов, находящихся внутри одной отрасли. В качестве примера можно привести оценку инициированной BskyB сделки о покупке 17,9% доли участия в ITV, проведенной Комиссией по Конкуренции Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии, или оценку Еврокомиссией сделки, инициированной News Corporation о покупке 25% доли участия в Premiere.

²⁶⁵ Brito, D., Osorio, A., Riberio, R. Unilateral Effects Screens for Partial Horizontal Acquisitions: The Generalized HHI and GUPPI. - available at: <https://www.researchgate.net/publication/279767241>

²⁶⁶ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁶⁷ Там же

Однако, за последние годы антимонопольные органы различных стран были вынуждены также обратить внимание на частичные поглощения, порождающие структуры общего владения собственностью. Данные поглощения осуществляются собственниками, внешними к данной отрасли, однако обладающими долями участия в нескольких конкурирующих фирмах²⁶⁸. Одним из примеров оценки подобной сделки является «рассмотрение Федеральной Комиссией по Торговле США выкупа компанией Kinder Morgan частных инвестиционных фондов под управлением Carlyle Group и Riverstone Holdings LLC. В их собственности также находились акции компании Magellan Midstream (главного конкурента Kinder Morgan)»²⁶⁹.

Конкурентные эффекты от частичных поглощений, повлекших за собой возникновение структур перекрестного или общего владения, в большей степени зависят от того, идет ли речь о финансовом участии или корпоративном контроле. Когда приобретается доля финансового участия в компании-цели, приобретается доля ее доходов. Такие поглощения могут снизить конкуренцию из-за ограничения стимулов компании-покупателя конкурировать агрессивно. Это происходит вследствие того, что компания-покупатель участвует в потерях, нанесенных таким образом конкуренту, а именно, компании-цели. С другой стороны, когда приобретаются права корпоративного контроля, приобретается возможность влиять на конкурентное поведение компании-цели. Такое влияние, вероятно, снизит конкуренцию, поскольку оно может вынудить компанию-цель конкурировать с компанией-покупателем менее агрессивно.

Д. Брито разработал эмпирическую структурную методологию количественной оценки односторонних конкурентных эффектов от частичных горизонтальных поглощений. Предложенный агрегированный показатель «может быть вычислен с использованием данных, предоставляемых компаниями в

²⁶⁸ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁶⁹ Best Practices on Cooperation between EU National Competition Authorities in Merger Review, available at: http://ec.europa.eu/competition/ecn/nca_best_practices_merger_review_en.pdf.

соответствии с требованиями обязательного раскрытия информации»²⁷⁰. Кроме того, данный показатель может использоваться для анализа сделок, влекущих за собой как структуры перекрестного владения, так и структуры общего владения. Более того, он может использоваться как для прямых, так и для косвенных приобретений долей финансового участия, корпоративного контроля или тех и других одновременно²⁷¹. Этот момент особенно важен для целей антимонопольного регулирования, так как косвенные приобретения долей участия могут, в частности, использоваться для обхода антимонопольного законодательства, ограничивающего прямые приобретения долей участия фирмами-конкурентами. Наконец, следует отметить, что в рамках данного показателя можно рассмотреть и полное слияние как частный случай, извлекая из него стандартную формулу GUPPI, используемую при моделировании сделки.

Рассмотрим механизм вычисления данного индекса. Пусть существует N фирм, производящих одинаковый продукт, обозначаемых через $j \in \beta \equiv \{1 \dots N\}$. Также существуют собственники K , обозначаемые через $k \in \vartheta \equiv \{1 \dots K\}$, в число которых могут быть включены не только собственники фирм, находящихся внутри отрасли (имеющие возможность вступить в перекрестное владение), но и собственники, внешние по отношению к данной отрасли (имеющие возможность вступить в совместное владение). Степень финансового участия собственника k в фирме j заключена в границах $0 \leq \varphi_{kj} \leq 1$, что выражает вклад акционера в суммарные акции фирмы, независимо от того, голосующие они или нет. Степень корпоративного контроля собственника k над фирмой j заключена в границах $0 \leq \gamma_{kj} \leq 1$, что выражает долю корпоративного контроля, являющуюся производной от количества принадлежащих собственнику голосующих акций. Однако, взаимосвязь не обязательно будет прямой.

²⁷⁰ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁷¹ Brooks, C., Chen, Z., Zeng, Y. Institutional Cross-ownership and Corporate Strategy: the Case of Mergers and Acquisitions // Journal of Corporate Finance. – 2017. – No. 11. – P. 35.

Разграничим операционную и совокупную прибыль фирмы. В отрасли, характеризующейся перекрестной структурой владения среди конкурирующих фирм, совокупная прибыль фирмы включает не только поток прибыли от собственных операций, но также и долю в прибыли конкурентов в соответствии с правами собственности. Обозначим π_j как операционную прибыль, Π_j как совокупную прибыль. Операционную прибыль фирмы можно выразить как:

$$\pi_j = (p_j - mc_j)q_j - c_j; \quad (3.7)$$

где p_j – цена;

mc_j – принятые за константу предельные издержки;

q_j – объем продукции;

c_j – постоянные издержки

Однако, как отмечалось ранее, совокупная прибыль фирмы j включает не только π_j , но также и долю в прибыли фирм-конкурентов. Следует сделать допущение касательно распределения прибыли среди конкурентов: совокупная прибыль каждой фирмы распределяется среди собственников пропорционально принадлежащим акциям, независимо от того, голосующие они или нет. По данному допущению, совокупную прибыль от каждой фирмы можно записать как:

$$\Pi_j = \pi_j + \sum_{g \in \beta \setminus j} \varphi_{jg} \Pi_g; \quad (3.8)$$

где $\sum_{g \in \beta \setminus j} \varphi_{jg} \Pi_g$ – прибыль от перекрестного владения фирмы j во всех фирмах-конкурентах.

Множество N вышеописанных уравнений совокупной прибыли определяет совокупную прибыль каждой фирмы как функцию от операционной прибыли от всех фирм в отрасли, в которых фирма имеет финансовое участие прямо или косвенно. Обозначим через F^* матрицу перекрестного финансового участия, чьи элементы показывают процентные доли участия фирмы j в общем объеме акций фирмы g . Данная матрица обладает размерностью $N \times N$, ее диагональные элементы равны 0, а прочие элементы лежат в пределах от 0 до 1. Уравнение совокупной прибыли в векторной форме примет вид:

$$\Pi = \pi + F^* \Pi ; \quad (3.9)$$

где Π - вектор совокупной прибыли;

π – вектор операционной прибыли.

Выразим уравнение совокупной прибыли через операционную прибыль в векторной форме:

$$\Pi = (I - F^*)^{-1} \pi ; \quad (3.10)$$

где I - единичная матрица размерностью $N \times N$.

Обозначим как C^* матрицу корпоративного контроля при перекрестном владении размерностью $N \times N$ с нулевыми диагональными элементами $\gamma_{jj} = 0$ и недиагональными элементами, лежащими в границах $0 \leq \gamma_{jg} \leq 1$, $j \neq g$. Данная матрица представляет измерение степени корпоративного контроля фирмы j над управлением фирмой g . Также обозначим как F и S матрицы финансового участия и корпоративного контроля в условиях совместного владения, размерностью $(K - N) \times N$ с элементами ϕ_{kg} и γ_{kg} соответственно. Матрицы F и S определены только множеством собственников, являющихся внешними для данной отрасли. Интересы собственников, внутренних для отрасли, отражены в матрицах F^* и C^* .

Обозначим как A диагональную матрицу размерностью $N \times N$ с диагональными элементами a_{jj} , формируемую заменой нулями для всех недиагональных элементов матрицы $C^T F$. Также, путем преобразования матрицы A получим матрицу B , где матрица B – нормализованная диагональная матрица размерностью $N \times N$ с диагональными элементами b_{jj} , такими, что:

$$b_{jj} = \begin{cases} \frac{1}{a_{jj}}, a_{jj} > 0 \\ 1, a_{jj} = 0 \end{cases} ; \quad (3.11)$$

Также обозначим как l_{jg} весовой показатель, зависящий от финансового участия и корпоративного контроля, который фирма j имеет над фирмой g . В частности, l_{jg} является типичным элементом матрицы L размерностью $N \times N$, такой, что:

$$L = (I - (BC^*)^T)^{-1} C^T F (I - F^*)^{-1} ; \quad (3.12)$$

Необходимо отметить, что весовые показатели l_{jg} для любых $j, g \in \beta$ охватывают 2 аспекта частичного приобретения: перекрестное владение, представленное в матрицах F^* и C^* , а также совместное владение, представленное матрицами F и C . Путем преобразования матрицы L , можно вывести нормализованную весовую матрицу W размерностью $N \times N$, такую что:

$$W = \text{diag}(L)^{-1} L ; \quad (3.13)$$

где $w_{jg} = \frac{l_{jg}}{l_{jj}}$ - элемент матрицы W .

В отсутствии перекрестного и совместного владения F^* и C^* составят нулевые матрицы, а $C^T F$ составит диагональную матрицу. Это повлечет за собой следующее изменение в расчете матрицы W :

$$W = \text{diag}(C^T F)^{-1} C^T F ; \quad (3.14)$$

В случае перекрестных финансовых интересов фирм матрицы C^* и $C^T F$ составят нулевую и диагональную матрицы соответственно, что повлечет за собой следующие изменения в расчетах матриц L и W :

$$L = C^T F (I - F^*)^{-1} ; \quad (3.15)$$

$$W = \text{diag}((I - F^*)^{-1})^{-1} (I - F^*)^{-1} ; \quad (3.16)$$

В случае совместных интересов финансового участия и корпоративного контроля матрицы F^* и C^* составят нулевые матрицы, что повлечет за собой изменения в расчете матрицы W , аналогичные приведенной формуле 3.14.

Далее рассмотрим гипотетическую сделку, представляющую собой поглощение произвольного типа. Примем за μ множество фирм, участвующих в сделке непосредственно или косвенно. Обозначим как W^* весовую матрицу W после поглощения, чьи веса равны w_{jg} для всех $j, g \in \beta$ и w_{jg}^* для всех $j, g \in \mu$. Предполагается, что цена на товар j – это единственная переменная, которая приходит к новому равновесию после поглощения, т.е. мы абстрагируемся от прихода к новому равновесию остальных переменных, таких как цены на все

остальные товары, количества всех остальных товаров и все прочие ценовые эффекты.

Подразумевается, что разница между ценой на товар j до и после поглощения находится как:

$$(p_j^* - p_j) = \sum_{g \neq j \in \mu} (w_{jg}^* - w_{jg})(p_g - mc_g) DR_{gj}; \quad (3.17)$$

где DR_{gj} - коэффициент отклонения объема продаж товара j к товару g , который количественно устанавливает, насколько вытиснется спрос на товар j при переключении на товар g , если цена на товар j возрастет.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что повышение ценового давления является функцией изменений весов матрицы W , изменений разницы между ценой и издержками до и после поглощения; коэффициентов отклонений, каждый из которых соотносится исключительно с товарами множества, т.е. с товарами фирм, вовлеченных в сделку. Перемножив обе части вышеприведенного равенства на $\frac{1}{p_j}$, выведем формулу агрегированного индекса валового повышения ценового давления для товара j ($GGUPPI_j$), произведенного фирмой, принадлежащей к множеству μ :

$$GGUPPI_j = \sum_{g \neq j \in \mu} (w_{jg}^* - w_{jg})(p_g - mc_g) DR_{gj} \frac{1}{p_j}; \quad (3.18)$$

где $w_{jg}^* - w_{jg}$ - изменения в элементах нормализованной весовой

матрицы после и до поглощения для товаров;

p_g, p_j - цены на товары g и j до поглощения;

mc_g - предельные издержки производства товара g до поглощения;

DR_{gj} - коэффициент отклонения товара j от товара g до поглощения.

Наличие и степень одностороннего влияния сделки на цены товаров, связанных со сделкой показывает полученный уровень $GUPPI$ для каждого такого товара. Его высокий уровень будет указывать на вероятность того, что антимонопольным органам следует детально проанализировать данную сделку.

В качестве примера рассмотрим сделку между операторами связи «Ростелеком» и «Теле2 Россия» с целью выявления с помощью индекса GGUPPI односторонних эффектов от частичного поглощения, а также оценки данных односторонних эффектов.

Проследим историю данной сделки. В конце 2013 года компаниями «Ростелеком» и «Теле2 Россия» было принято решение о создании совместного предприятия. На момент принятия решения о заключении сделки основными игроками российского телекоммуникационного рынка являлись «МТС», «ВымпелКом», «МегаФон» а также «Ростелеком». Данным компаниям принадлежало более 80% доходов рынка²⁷². Хотя присутствие и развитие на рынке других игроков было потенциально возможно, четыре основных участника рынка «боролись за основную долю в приросте доходов отрасли как за счет географической экспансии и роста в регионах, так и за счет сделок слияний и поглощений»²⁷³. При этом доли рынка мобильной связи среди крупнейших операторов распределялись следующим образом: «МТС» - 29%, «Мегафон» - 29%, «ВымпелКом» - 24%, «Теле2 Россия» - 10%, «Ростелеком» - 6%²⁷⁴.

Удельный вес доходов от оказания услуг мобильной связи в общей сумме доходов компании «Ростелеком» был незначителен. Увеличение масштаба операций по оказанию услуг мобильной связи для компании требовало существенных инвестиционных расходов.

До заключения сделки компания «Ростелеком» оказывала услуги мобильной связи в 35 регионах, в то время как услуги мобильной связи компании «Теле2 Россия» были представлены в 41 регионе. Целесообразность объединения мобильных активов компании с «Tele2 Россия» была обусловлена следующими стратегическими соображениями:

1. взаимодополняющая география оказания услуг компаний

²⁷² Нечепуренко, А.С. Реструктуризации в телекоммуникациях / А.С. Нечепуренко, Ж.В. Кравцова, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2013. – N 7. – С. 17.

²⁷³ Там же, С. 18

²⁷⁴ Там же, С. 18

2. потенциальное получение синергии от объединения специфических активов: лицензии на различные виды деятельности, доступ к диапазону частот нового поколения, опыт менеджеров по внедрению инноваций;

3. потенциальное увеличение конкурентоспособности и рыночной доли на рынке мобильной связи, оптимизация издержек для компании «Ростелеком»²⁷⁵.

Согласно прогнозам от созданного в результате сделки совместного предприятия ожидался «значительный потенциал по генерированию денежных потоков, в том числе за счет реализации в среднесрочной перспективе значительного синергетического эффекта от объединения активов, в частности, в области развертывания и обслуживания сетей, продаж услуг и сервисного обслуживания абонентов на федеральном уровне»²⁷⁶.

Прогнозируемый синергетический эффект от данной сделки должен был способствовать росту потребительского благосостояния и улучшению ситуации на рынке мобильной связи. Совместное предприятие должно было осуществлять «инвестиции в развитие сети 3G/LTE и инновационных мобильных услуг высокого качества в интересах российских потребителей и корпоративных клиентов»²⁷⁷. Совместное предприятие компаний «Ростелеком» и «Tele2 Россия», оказывающее услуги под брендом «Теле2», в настоящее время позволило сформировать четвертого федерального мобильного оператора с географией присутствия в 64 регионах РФ, с принадлежащей ему долей рынка около 16% и 38,9 млн. абонентов.

Передача мобильных активов компаниями в совместное предприятие, получившее название «Т2-РТК Холдинг», осуществлялась в два этапа, представленные на рисунке 3.1.

²⁷⁵ Нечепуренко, А.С. Т2 РТК Холдинг: многообразие синергий / А.С. Нечепуренко, В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2014. – № 9. – С. 32

²⁷⁶ Алексеенко, А.Г. Корпоративные слияния – путь к новым возможностям (на примере ОАО «Ростелеком») / А.Г. Алексеенко; в сборнике: Экономико-правовые аспекты реализации стратегии модернизации России: глобальное, страновое, региональное измерения. Сборник статей международной научно-практической конференции под ред. В.В. Сорокожердьева – 2013. – С. 6

²⁷⁷ Официальный сайт ПАО «Ростелеком». – Режим доступа: <https://www.rostelecom.ru>



Рисунок 3.1 – Структура сделки создания совместного предприятия компаниями «Ростелеком» и «Теле2 Россия»

На первом этапе сделки, завершившемся в конце марта 2014 года, после одобрения проведения сделки ФАС России, компания «Ростелеком» передала свои дочерние компании, осуществляющие услуги мобильной связи, и прочие активы, а также чистый долг в размере около 34 млрд. руб. Компания «Теле2 Россия» внесла в совместное предприятие все свои мобильные активы, вместе с сопутствующим чистым долгом в размере около 27 млрд руб. и получила 74% экономическую долю в совместном предприятии (55% голосующих прав). Итогом первого этапа сделки для компании «Ростелеком» стало получение 45% голосующих акций совместного предприятия и 26% доли участия в его уставном капитале. На втором этапе сделки компания «Ростелеком» внесла в уставный капитал совместного предприятия свою 100% дочернюю компанию – ЗАО «РТ-Мобайл», «на которую в рамках реорганизации были переоформлены лицензии на оказание услуг сотовой связи (включая лицензии LTE), а также переписаны интегрированные мобильные активы компании»²⁷⁸.

Второй этап сделки завершился в августе 2014 года. В результате второго этапа экономическая доля «Ростелекома» в совместном предприятии сравнялась с

²⁷⁸ Официальный сайт «Tele2 Россия». - Режим доступа: <https://ru.tele2.ru/for-investors>

голосующей - увеличилась до 45%. Экономическая и голосующая доля «Теле2 Россия» составила 55%²⁷⁹.

Исследуем эффекты от данной сделки. Для того, чтобы применить агрегированный показатель валового повышения ценового давления, требуется рассчитать нормализованную весовую матрицу W , описывающую ситуацию до сделки. Чтобы это сделать, следует воспользоваться информацией о финансовой структуре и о структуре корпоративного контроля фирм, представленных в отрасли мобильной связи России в 2013 году. Данные сведения получены из открытых источников, отвечающих требованиям об обязательном раскрытии информации открытыми акционерными обществами²⁸⁰.

В 2013 году отрасль была представлена пятью крупными игроками. Следует сделать допущение, что в течение этого года финансовые структуры и структуры корпоративного контроля фирм, не вовлеченных в сделку, не претерпели существенных изменений. Также, следует сделать допущение что миноритарные собственники, являющиеся внешними по отношению к отрасли мобильной связи, не были вовлечены в совместное владение. Данные допущения позволят нам без потерь объединить доли финансового участия и корпоративного контроля всех миноритарных собственников каждой фирмы в единого гипотетического внешнего собственника. Разумеется, в случае вовлечения в совместную собственность миноритарных внешних собственников, подобное объединение будет небезопасным, так как у данных собственников будут конфликтующие взгляды на стратегии развития фирм. В подобных случаях доли финансового участия и доли корпоративного контроля каждого собственника значимы, что будет означать необходимость тщательной оценки всех индивидуальных показателей.

²⁷⁹ Официальный сайт «Tele2 Россия». - Режим доступа: <https://ru.tele2.ru/for-investors>

²⁸⁰ Официальный сайт ПАО «Ростелеком». – Режим доступа: <https://www.rostelecom.ru>; Официальный сайт «Tele2 Россия». - Режим доступа: <https://ru.tele2.ru/for-investors>; Официальный сайт ПАО «ВымпелКом». – Режим доступа: <https://www.vimpelcom.com>; Официальный сайт ПАО «Мегафон». – Режим доступа: <https://corp.megafon.ru>; Официальный сайт ПАО «МТС». – Режим доступа: <https://www.company.mts.ru>

Доли выраженного в процентах финансового участия в фирмах и доли корпоративного контроля над фирмами каждого собственника, как внутреннего, так и внешнего для фирм в отрасли мобильной связи представлены в приложении Д. Исходя из данных таблицы в Приложении Д, можно выделить пять фирм, являющихся внутренними для данной отрасли собственниками. Мы видим, что до сделки фирмы не были вовлечены в перекрестное владение. Также мы наблюдаем семнадцать внешних собственников, которые до сделки не были вовлечены в совместное владение.

Используя информацию о структуре финансового участия и корпоративного контроля вышеописанных пяти фирм, составим матрицы для расчета нормализованной весовой матрицы W : матрицы F^* , C^* по данным о перекрестной структуре собственности; матрицы F и C по данным о совместной структуре собственности. В нашем случае матрицы F^* и C^* будут представлены размерностью 5×5 . Диагональные элементы данных матриц, по определению, нулевые. Так как в отрасли до проведения сделки фирмы не были вовлечены в перекрестные структуры собственности, недиагональные элементы данных матриц, также будут нулевыми ($\varphi_{jg} = 0, \gamma_{jg} = 0, j \neq g \in \beta$). Это означает, что матрицы F^* и C^* в период до заключения сделки будут нулевыми.

Матрицы F и C в нашем случае представлены размерностью 17×5 . Структурировав матрицы F и C , мы будем обладать всей необходимой информацией, чтобы рассчитать значения матриц A и B до совершения сделки. Теперь мы обладаем всей необходимой информацией для расчета весовой матрицы L по состоянию до заключения сделки и нормализованной весовой матрицы W . Чтобы сделать это, нам следует использовать матрицы F^* , C^* , C , F и B (см. Приложение Е).

Полученный нами результат подразумевает, что в отсутствие перекрестных и совместных структур собственности, каждая фирма в отрасли стремится максимизировать собственную операционную прибыль. Данный результат устанавливает критерии, по которым мы оценим следующие ситуации.

Рассмотрим, как изменится структура финансового участия и корпоративного контроля у фирм в отрасли после заключения сделки. На заключительном этапе сделки «Ростелеком» стал обладать 45% голосующих акций совместного предприятия, созданного на базе «Теле2 Россия», его финансовое участие в уставном капитале совместного предприятия также достигло 45%. В результате, данная сделка повлекла за собой создание структуры частичной перекрестной собственности, при которой «Ростелеком» как собственник, внутренний по отношению к отрасли, и «ВТБ Капитал», «Северсталь» и АБ «Россия» как собственники, внешние по отношению к отрасли, разделяют финансовое участие и корпоративный контроль над совместным предприятием. Это повлечет за собой изменения матриц F^* и C^* , так же как и матриц F и C .

Приобретение «Ростелекомом» долей финансового участия и корпоративного контроля отразится в следующих значениях элементов матриц F^* и C^* : $\varphi_{5,4} = 0,45$; $\gamma_{5,4} = 0,45$. Диагональные элементы данных матриц равны нулю по определению. Прочие недиагональные элементы не претерпевают изменений.

Можно сделать вывод, что после завершения сделки значения показателей финансового участия и корпоративного контроля остались неизменными для всех внешних собственников, кроме «ВТБ Капитал» и консорциума инвесторов «Северсталь» и АБ «Россия», чьи доли сократились. Внесем необходимые корректировки в матрицы F и C .

Теперь мы обладаем всей необходимой информацией, чтобы вычислить изменения матриц A и B в результате заключения сделки. Результаты вычислений приведены в Приложении Ж.

Данные результаты демонстрируют, что «Ростелеком» и новое совместное предприятие «Т2 РТК холдинг» должны максимизировать средневзвешенную операционную прибыль этих двух фирм. Однако, веса, относящиеся к данным двум фирмам, не симметричны. Причина этому следующая: в то время как

менеджеры «Т2 РТК Холдинг» должны использовать в рамках своей системы операционную прибыль «Ростелекома», так как «Ростелеком» обладает долей корпоративного контроля в «Т2 РТК Холдинг», менеджеры «Ростелекома» должны использовать в рамках своей системы операционную прибыль «Т2 РТК Холдинг», т.к. «Ростелеком» также обладает долей финансового участия в «Т2 РТК Холдинг». Это свидетельствует, что частичное поглощение долей корпоративного контроля упорядочивает интересы фирм, вовлеченных в сделку, в том же смысле, что полное.

Для того, чтобы лучше понять различия в эффектах между полным и частичным поглощением, рассмотрим гипотетическое приобретение «Ростелекомом» 100% доли корпоративного контроля и финансового участия в новом совместном предприятии. Данная сделка повлекла бы создание перекрестной структуры владения в отрасли.

Доли финансового участия и корпоративного контроля «Ростелекома» над «Т2 РТК Холдинг» возрастут до $\varphi_{5,4} = 1$, т.к. сделка влечет приобретение 100% доли в уставном капитале и до $\gamma_{5,4} = 0,45$, т.к. это приобретение позволит «Ростелекому» полностью определять действия «Т2 РТК Холдинг». Диагональные элементы данных матриц равны нулю по определению. Прочие недиагональные элементы не претерпевают изменений.

В результате данной гипотетической сделки значения показателей финансового участия и корпоративного контроля остались неизменными для всех внешних собственников, кроме «ВТБ Капитал» и консорциума инвесторов «Северсталь» и АБ «Россия», чьи доли сократились до 0. Внесем необходимые корректировки в матрицы F и C.

Теперь мы обладаем всей необходимой информацией, чтобы вычислить изменения матриц A и B, соответствующих данной гипотетической сделке. Результаты вычислений приведены в Приложении 3.

Полученный нами результат свидетельствует о том, что при заключении данной гипотетической сделки «Ростелеком» и «Т2 РТК Холдинг» действовали

бы как единое целое и действовали эффективно, т.к. их менеджеры пришли бы к соглашению о необходимости максимизации их объединенной операционной прибыли.

Для того, чтобы применить агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI), нам требуется информация о нормализованных весовых матрицах, отражающих ситуацию до и после совершения сделки, для всех пяти фирм. Также нам потребуется информация о ценах, надбавках и коэффициентах отклонений по состоянию, предшествующему заключению сделки, для тех фирм, чьи веса в вышеописанных матрицах претерпели изменения после сделки. Анализ результатов, полученных выше, позволяет нам сделать вывод, что во всех случаях только веса «Ростелекома» и «Теле2» претерпевали изменения. Соответственно, можно обойтись только информацией, касающейся этих двух фирм. Однако, чтобы наш анализ возможности возникновения односторонних эффектов от сделки, влияющих на ценовое давление, был более показательным, целесообразно рассмотреть ряд гипотетических сделок, аналогичных фактической, а именно: приобретение 45% доли корпоративного контроля и 45% доли финансового участия в совместном предприятии, созданного на базе «Теле2 Россия» компаниями «МТС», «Мегафон» и «ВымпелКом» соответственно. Вычисление соответствующих нормализованных весовых матриц представлено в Приложениях И-Л.

В качестве цены в дальнейшем анализе используется среднегодовое значение показателя APPM (Average Price Per Minute, средняя стоимость минуты). В качестве показателя надбавки используется маржа операционной прибыли за год. Для расчета коэффициентов отклонений использовались показатели эластичности спроса на услуги фирм по цене, показатели перекрестной эластичности спроса на услуги фирм. Все данные получены из отчетности фирм, на момент, предшествующий заключению сделки (2013 г.) публикуемой в открытом доступе и отражены в таблице 3.1.

Таблица 3.1 – Исходные данные для расчета GGUPPI

Показатели	МТС	Мегафон	ВымпелКом	Ростелеком	Теле2 Россия
ARPM, руб	0,93	1,09	1,16	1,48	0,876
Надбавка, 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	-

Мы можем сделать вывод, что на момент, предшествующий заключению сделки, показатели надбавок фирм в отрасли имеют сходные значения. Значения перекрестной ценовой эластичности для услуг фирм – потенциальных конкурентов показывают нам, что данные услуги являются близкими субститутами. Услуги данных фирм находятся в границах одного рынка. Наиболее высокая цена услуг мобильной связи – у «Ростелекома».

Приступим непосредственно к анализу результатов сделки между «Ростелекомом» и «Теле2 Россия» (приобретение 45% доли корпоративного контроля и 45% доли финансового участия в совместном предприятия, созданного на базе «Теле2 Россия» компанией «Ростелеком»). Для этого исследуем коэффициенты отклонения для данных фирм, на момент, предшествующий заключению сделки, которые представлены в таблице 3.2.

Таблица 3.2 – Коэффициенты отклонений («Ростелеком» и «Теле2 Россия»)

	Теле2 Россия	Ростелеком
Теле2 Россия	-1	0,2
Ростелеком	0,07	-1

Из данных таблицы следует, что в случае повышения цен «Ростелеком» потеряет около 20% продаж, которые перейдут к «Теле 2 Россия». Однако, в обратном случае, только 7% продаж, которые потеряет «Теле2 Россия» в случае роста цен, перейдут к «Ростелекому». Мы можем сделать вывод, что потребители «Ростелекома» считают услуги «Теле2 Россия» достаточно хорошим субститутом,

однако это не будет верно в обратном случае. Одной из причин этого может являться высокая стоимость минуты у «Ростелекома».

Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной сделки:

$$GGUPPI_1 = 0\%$$

$$GGUPPI_2 = 0\%$$

$$GGUPPI_3 = 0\%$$

$$GGUPPI_4 = \frac{0,77721 * 0,251 * 0,2}{1,48} * 100\% = 2,636\%$$

$$GGUPPI_5 = \frac{0,45 * 0,207 * 0,07}{0,876} * 100\% = 0,744\%$$

Полученный нами результат подразумевает, что сделка повлечет повышение ценового давления на 2,636% и 0,744% для услуг «Ростелекома» и «Теле2» соответственно. Данный результат подтверждает вероятное усиление рыночной власти «Ростелекома». Однако, эффект от усиления рыночной власти будет относительно небольшим.

В случае гипотетического приобретения «Ростелекомом» 100% доли корпоративного контроля и финансового участия в новом совместном предприятии эффект от усиления рыночной власти был бы выражен ярче.

Мы видим, что как и в ранее рассмотренном случае частичного приобретения, в случае гипотетического полного поглощения только элементы, относящиеся соответственно к «Ростелекому» и «Теле2», претерпели изменения. Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной гипотетической сделки.

Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной гипотетической сделки:

$$GGUPPI_1 = 0\%$$

$$GGUPPI_2 = 0\%$$

$$GGUPPI_3 = 0\%$$

$$GGUPPI_4 = \frac{1 * 0,251 * 0,2}{1,48} * 100\% = 3,392\%$$

$$GGUPPI_5 = \frac{1*0,207*0,07}{0,876} * 100\% = 1,654\%$$

Полученный нами результат подразумевает, что сделка повлечет повышение ценового давления на 3,392% и 1,654% для услуг «Ростелекома» и «Теле2» соответственно. Данный результат подтверждает предположение, что полное поглощение влечет большее повышение ценового давления, долей корпоративного контроля.

Рассмотрим вероятную динамику ценового давления, проанализировав ряд гипотетических сделок, аналогичных фактической, инициаторами которых будут выступать конкуренты компаний, а именно: приобретение 45% доли корпоративного контроля и 45% доли финансового участия в совместном предприятии, созданного на базе «Теле2 Россия» компаниями «МТС», «Мегафон» и «ВымпелКом» соответственно. Для этого исследуем коэффициенты отклонения для данных фирм, на момент, предшествующий заключению гипотетической сделки.

Коэффициенты отклонений для «МТС» и «Теле2» представлены в таблице 3.3. Из данных таблицы 3.3 следует, что в случае повышения цен «МТС» потеряет около 50% продаж, которые перейдут к «Теле 2 Россия». Однако, в обратном случае, только 0,4% продаж, которые потеряет «Теле2 Россия» в случае роста цен, перейдут к «МТС». Мы можем сделать вывод, что потребители «МТС» считают услуги «Теле2 Россия» достаточно хорошим субститутом, однако это не будет верно в обратном случае.

Таблица 3.3 – Коэффициенты отклонений («МТС» и «Теле2 Россия»)

	Теле2 Россия	МТС
Теле2 Россия	-1	0,5
МТС	0,004	-1

Значения нормализованных весовых матриц W и W^* для гипотетической сделки между «МТС» и «Теле2 Россия» были рассчитаны в приложении И. Найдем разницу между значениями данных матриц и получим вывод, что как и для аналогичной фактической сделки частичного приобретения долей

корпоративного контроля, в данном случае только элементы, относящиеся соответственно к компаниям «МТС» и «Теле2», задействованным в сделке, претерпели изменения.

Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной гипотетической сделки:

$$GGUPPI_1 = \frac{0,673*0,251*0,5}{0,93} * 100\% = 9,082\%$$

$$GGUPPI_2 = 0\%$$

$$GGUPPI_3 = 0\%$$

$$GGUPPI_4 = 0\%$$

$$GGUPPI_5 = \frac{0,45*0,237*0,004}{0,876} * 100\% = 0,049\%$$

Полученный нами результат подразумевает, что анализируемая гипотетическая сделка повлечет повышение ценового давления на 9,082% и 0,049% для услуг «МТС» и «Теле2» соответственно. Данный результат показывает, что увеличение рыночной власти и повышение ценового давления было бы более существенным в случае инициирования подобной сделки компанией-конкурентом.

Коэффициенты отклонений для анализа аналогичной гипотетической сделки между «Мегафон» и «Теле2 Россия» представлены в таблице 3.4.

Таблица 3.4 – Коэффициенты отклонений («Мегафон» и «Теле2 Россия»)

	Теле2 Россия	Мегафон
Теле2 Россия	-1	0,81
Мегафон	0,004	-1

Из данных таблицы 3.4 следует, что в случае повышения цен «Мегафон» потеряет около 81% продаж, которые перейдут к «Теле2 Россия». Однако, в обратном случае, только 0,4% продаж, которые потеряет «Теле2 Россия» в случае роста цен, перейдут к «Мегафон». Мы можем сделать вывод, что потребители «Мегафон» считают услуги «Теле2 Россия» достаточно хорошим субститутотом,

однако это не будет верно в обратном случае. Одной из причин может быть более высокая средняя стоимость минуты услуг «Мегафон».

Значения нормализованных весовых матриц W и W^* для данной гипотетической сделки были рассчитаны в приложении К.

Мы видим, что как и для аналогичной фактической сделки частичного приобретения долей корпоративного контроля, в данном случае только элементы, относящиеся соответственно к компаниям «Мегафон» и «Теле2», задействованным в сделке, претерпели изменения.

Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной гипотетической сделки:

$$GGUPPI_1 = 0\%$$

$$GGUPPI_2 = \frac{0,816 \cdot 0,251 \cdot 0,81}{1,09} * 100\% = 15,22\%$$

$$GGUPPI_3 = 0\%$$

$$GGUPPI_4 = 0\%$$

$$GGUPPI_5 = \frac{0,45 \cdot 0,3 \cdot 0,004}{0,876} * 100\% = 0,062\%$$

Полученный нами результат подразумевает, что анализируемая гипотетическая сделка повлечет повышение ценового давления на 15,22% и 0,062% для услуг «Мегафон» и «Теле2» соответственно. Важно отметить, что компания «Мегафон» в своих ежегодных отчетах для инвесторов обозначает совместное предприятие «Т2 РТК Холдинг», созданное «Ростелекомом» и «Теле2 Россия» своим главным конкурентом. Данный результат показывает, что увеличение рыночной власти и повышение ценового давления прогнозируемо существенное в случае инициирования подобной сделки близкими конкурентами, что может повлечь дополнительную оценку сделки антимонопольными органами.

Коэффициенты отклонений для анализа аналогичной гипотетической сделки между «ВымпелКом» и «Теле2 Россия» представлены в таблице 3.5.

Таблица 3.5 – Коэффициенты отклонений («ВымпелКом» и «Теле2 Россия»)

	Теле2 Россия	ВымпелКом
Теле2 Россия	-1	0,41
ВымпелКом	0,003	-1

Из данных таблицы 3.5 следует, что в случае повышения цен «ВымпелКом» потеряет около 41% продаж, которые перейдут к «Теле2 Россия». Однако, в обратном случае, только 0,3% продаж, которые потеряет «Теле2 Россия» в случае роста цен, перейдут к «ВымпелКом». Мы можем сделать вывод, что потребители «ВымпелКом» считают услуги «Теле2 Россия» достаточно хорошим субститутом, однако это не будет верно в обратном случае. Одной из причин может быть более высокая средняя стоимость минуты услуг «ВымпелКом».

Значения нормализованных весовых матриц W и W^* для данной гипотетической сделки были рассчитаны в приложении Л.

Мы видим, что как и для аналогичной фактической сделки частичного приобретения долей корпоративного контроля, в данном случае только элементы, относящиеся соответственно к компаниям «ВымпелКом» и «Теле2», задействованным в сделке, претерпели изменения.

Рассчитаем агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) для данной гипотетической сделки:

$$GGUPPI_1 = 0\%$$

$$GGUPPI_2 = 0\%$$

$$GGUPPI_3 = \frac{0,723 \cdot 0,251 \cdot 0,41}{1,16} * 100\% = 6,41\%$$

$$GGUPPI_4 = 0\%$$

$$GGUPPI_5 = \frac{0,45 \cdot 0,276 \cdot 0,003}{0,876} * 100\% = 0,043\%$$

Полученный нами результат подразумевает, что анализируемая гипотетическая сделка повлечет повышение ценового давления на 6,41% и 0,043% для услуг «ВымпелКом» и «Теле2» соответственно. Данный результат показывает, что увеличение рыночной власти и повышение ценового давления,

вызванное односторонними эффектами от гипотетической сделки, большее, чем в ситуации с фактической сделкой, однако минимальное по сравнению с предполагаемыми односторонними эффектами, порожденными гипотетическими сделками, инициированными прочими конкурентами.

Сведем результаты приведенных расчетов агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) для всех рассмотренных сделок в таблицу 3.6.

Можно сделать вывод, что образование перекрестной структуры собственности в результате сделки, инициированной любой из вышеназванных компаний-конкурентов, обладающих большей рыночной долей в рассматриваемой отрасли, чем «Ростелеком» и «Теле2», повлечет за собой высокие односторонние эффекты и ослабление конкуренции по сравнению с перекрестной структурой собственности, созданной в результате анализируемой фактической сделки.

Таблица 3.6 – Сводные результаты расчета агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI)

	Значение индекса 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 результаты позволяют предполагать, что:

1) полные слияния компаний провоцируют более высокие односторонние антиконкурентные эффекты по сравнению с частичными поглощениями, в которые вовлечено то же число компаний;

2) 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 по сравнению с перекрестной структурой собственности, созданной в результате сделки, инициированной компаниями со сравнительно меньшими рыночными долями в рассматриваемой отрасли (при следующей базе сравнений: одинаковое число компаний, вовлеченных в сделку; объектом сделок является одинаковый объем акционерного капитала);

3) 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 (при следующей базе сравнений: одинаковое число компаний, вовлеченных в сделку; объектом сделок является одинаковый объем акционерного капитала).

Также, можно сделать вывод, что рассмотренный выше агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) можно использовать при анализе любого типа поглощений, угрожающем рыночной конкуренции: поглощений, осуществляемых по инициативе как внутренних, так и внешних для отрасли собственников (создание в результате сделки перекрестной или совместной структуры владения соответственно).

Применение данного показателя возможно и в случае анализа как полных, так и частичных поглощений (актуально 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). Также данный показатель можно использовать при анализе полных слияний.

Исходя из вышеописанных преимуществ и недостатков предложенного агрегированного показателя можно сделать вывод о возможности его применения в России для создания более широкой доказательной основы для принятия решений антимонопольным органом о разрешении конкретных сделок слияний и поглощений²⁸¹.

3.3 Основные направления повышения эффективности регулирования рынка слияний и поглощений

Полученные ранее результаты исследования позволили сформулировать вывод о наличии системных провалов и институциональных дисфункций российского рынка слияний и поглощений. В частности, такие проблемы, как «запуск цикла неэффективных слияний и поглощений вследствие делегирования собственниками компаний полномочий менеджерам, монополизация рынков, возникновение односторонних эффектов от сделок порождаются несовершенствами координационных механизмов спроса и предложения»²⁸². При этом «асимметрия интересов государства как регулятора и государства как субъекта указанного рынка препятствует преодолению данных провалов и приводят к институциональным микродисфункциям: двойным стандартам применения норм; поиску бюрократической ренты участниками регулирования; коррупции и т.д.»²⁸³. Указанные микродисфункции формируют условия для образования институциональной ловушки применения оценочных норм антимонопольного законодательства на российском рынке слияний и поглощений.

²⁸¹ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 35

²⁸² 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. – N 10. – С.1162

²⁸³ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

Торможение эффективного выполнения российским рынком слияний и поглощений функций по перераспределению прав корпоративного контроля обусловлено, в первую очередь, дисфункциональностью формальных регулирующих институтов, которые не в состоянии эффективно препятствовать реализации неформальных соглашений и блокировать существующие институциональные ловушки, стимулирующие недобросовестное поведение субъектов. Следовательно, перспектива развития рынка слияний и поглощений связана с «направлением развития общественных и правовых институтов и формированием более совершенной институциональной среды, в которой экономические агенты понимали бы, что нельзя жить в обществе и не подчиняться его законам и правилам»²⁸⁴.

Согласно результатам, полученным в главе 2 данного исследования, можно сделать вывод, 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 регулируемыми 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 поглощений²⁸⁵.

К примеру, важным условием для преодоления институциональной микродисфункции «двойных стандартов» правоприменения регулирующих норм, негативно влияющей на условия и результаты деятельности экономических субъектов, и обеспечения независимого судопроизводства будет последовательное соблюдение стандартов экономического анализа в практике применения оценочных норм антимонопольного законодательства. Анализ

²⁸⁴ Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – № 4. – С. 77

²⁸⁵ 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. 32

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 поглощений²⁸⁶. Благодаря применению единых стандартов экономического анализа экономическая теория будет способствовать формированию «эффекта прецедента»: решение, вынесенное судом по антимонопольному делу в конкретном случае, при возникновении аналогичной ситуации может служить примером для суда, если при расследовании дела руководствуются теми же принципами экономического анализа²⁸⁷. Следовательно, в результате повысится адаптивная эффективность существующих формальных норм, регулирующих взаимодействия на рынке слияний и поглощений, так как будут сдерживаться стимулы субъектов рынка реализовывать вышеописанные неформальные практики.

В рамках применения оценочных норм относительно предполагаемых слияний или «поглощений в мировой практике используются различные подходы, связанные с определением условий конкуренции на рынках, факторов, от которых она зависит, а также эффектов, связанных с ограничением, созданием условий или с защитой конкуренции»²⁸⁸. Мировая практика предоставляет различные исследовательские подходы и методы оценки факторов, воздействующих на конкурентную ситуацию на конкретных рынках. Несмотря на многообразие данных подходов и методов, научный потенциал экономической теории и экономического анализа формирует базу, обеспечивающую для рынка слияний и поглощений в том числе:

- детальное изучение осуществляемых действий рыночных субъектов, заключаемых соглашений и возникающих в их результате эффектов, что, в конечном счете, позволяло бы снизить негативные эффекты ошибок I и II рода, описанных в параграфе 2.3 данного исследования;

²⁸⁶ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁸⁷ Верховенство права как фактор экономики / международная коллективная монография; под ред. Е.В. Новиковой, А.Г. Федотова, А.В. Розенцвайга, М.А. Субботина. – М. : Мысль, 2013. – С. 357

²⁸⁸ Avdasheva, S.B., Golovanova S., Korneeva, D.V. Distorting effects of competition authority's performance measurement: the case of Russia // International Journal of Public Sector Management. – 2016. – Vol. 29., No. 3. – P. 303

- более высокую степень «единообразия применения норм, регулирующих эффективность функционирования рынка слияний и поглощений»²⁸⁹;
- сформировать у субъектов рынка «устойчивые ожидания касательно результатов рассмотрения того или иного дела»²⁹⁰;
- стимулы, в первую очередь у крупных субъектов рынка, соблюдать требования антимонопольного законодательства;
- большую степень соответствия правоприменительной практики целям политики защиты конкуренции²⁹¹.

Для добросовестных рыночных субъектов в результате снижаются транзакционные издержки деятельности, что, в результате, приведет к повышению аллокативной эффективности всей хозяйственной системы в целом²⁹².

Также расширение применения стандартов экономического анализа при оценке слияний и поглощений повысит значимость деятельности общественных палат и экспертных советов по контролю поведения субъектов указанного рынка. Возможность осуществления независимого исследования перспектив предполагаемых значимых сделок слияний и поглощений, и анализ уже свершившихся сделок слияний и поглощений сторонними экспертами будет способствовать пресечению искажения информации и недобросовестного поведения субъектов. В дальнейшем это приведет к появлению новых эффективных форм неформального контроля на российском рынке слияний и поглощений²⁹³.

Следует отразить необходимость применения стандартов экономического анализа при оценке слияний и поглощений в развиваемых ФАС России в рамках

²⁸⁹ Шаститко, А.Е. Роль экономического анализа в антитрасте: общее в частном / А.Е. Шаститко // Экономическая политика. – 2013. – N 3. – С. 123.

²⁹⁰ Там же

²⁹¹ Авдашева, С.Б. Незаконность молчаливого сговора в российском антимонопольном законодательстве: могут ли экономисты быть полезны при выработке юридических норм? / С.Б. Авдашева // Вопросы экономики. – 2011. – N 5. – С. 101

²⁹² Шаститко, А.Е. Корпоративное управление и перераспределение прав контроля в России / А.Е. Шаститко // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2005. – N 4. – С. 42

²⁹³ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 35

«Стратегии развития конкуренции и антимонопольного регулирования в Российской Федерации на период 2013-2024 гг.»²⁹⁴ 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» соглашений²⁹⁵.

На основе проведенных в предыдущем параграфе данной работы расчетов доказано, что агрегированный индекс валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI), используемый для оценки вероятности наступления односторонних эффектов, «обладает существенным потенциалом расширенного применения к проблемам рынка слияний и поглощений»²⁹⁶.

Расчет агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) относится к группе методов симулирования слияний. В настоящее время в России для анализа влияния процессов слияний и поглощений на уровень цен «используются метод финансового анализа событий и метод разности разностей»²⁹⁷.

Метод финансового анализа событий объединяет с методом расчета агрегированного индекса валового повышения ценового давления высокая требовательность к исходным данным для анализа. Объединяющее их преимущество в использовании: оба метода дают возможность спрогнозировать «изменение цены, а следовательно, и потребительского выигрыша, еще до того,

²⁹⁴ Официальный сайт Федеральной Антимонопольной Службы России. – Режим доступа: <http://fas.gov.ru>

²⁹⁵ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 34

²⁹⁶ Там же

²⁹⁷ Корнеева, Д.В. Слияния и концентрация производства в российской промышленности: оценки для некоторых отраслей // В кн.: Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / Отв. ред.: С. Б. Авдашева, С. В. Голованова – М. : Юстицинформ, 2009. – С. 110.

как потребители испытали негативный односторонний эффект от сделки слияния или поглощения»²⁹⁸.

Преимущество использования метода расчета агрегированного индекса валового повышения ценового давления перед использованием метода расчета разности разностей заключается в том, что результаты, полученные при использовании последнего метода, можно получить только через несколько лет после произошедшего слияния или поглощения, следовательно, они не обладают высокой полезностью как предварительного ориентира для принятия антимонопольным органом решения о разрешении конкретной сделки²⁹⁹.

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 поглощений³⁰⁰.

Так как агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) может быть вычислен с использованием данных, предоставляемых компаниями в соответствии с требованиями обязательного раскрытия информации, а также он относительно прост в вычислении, следует сделать вывод о возможности его расчета не только специалистами антимонопольных органов, но также и инициаторами предполагаемых сделок, а также сторонними независимыми оценщиками и экспертами, что будет способствовать снижению неопределенности и пресечению асимметричности информации на российском рынке слияний и поглощений³⁰¹.

²⁹⁸ Шаститко, А.Е. Роль экономического анализа в антитрасте: общее в частном / А.Е. Шаститко // Экономическая политика. – 2013. – N 3. – С. 124

²⁹⁹ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 35

³⁰⁰ Там же

³⁰¹ Там же

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 I и II рода при предварительной оценке предполагаемых сделок слияний и поглощений³⁰².

При аккумулировании данных расчетов агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) для разных типов слияний и поглощений становится возможным создание информационных таблиц, где 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 процедуры³⁰³.

³⁰² Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 35

³⁰³ Там же

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 I и II рода при предварительной оценке антимонопольными органами предполагаемых сделок слияний и поглощений, 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 взаимодействий³⁰⁴.

Подводя итоги данной главы исследования, становится возможным сделать следующие выводы.

Важным условием для преодоления институциональной микродисфункции «двойных стандартов» правоприменения регулирующих норм, негативно влияющей на условия и результаты деятельности экономических субъектов, и обеспечения независимого судопроизводства будет последовательное соблюдение стандартов экономического анализа в практике применения оценочных норм антимонопольного законодательства³⁰⁵.

На основе проведенных расчетов доказано, что агрегированный индекс валового повышения ценового давления (индекс GGUPPI), используемый для оценки вероятности наступления односторонних эффектов, 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

³⁰⁴ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 35

³⁰⁵ Там же

«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 поглощений³⁰⁶. 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.

³⁰⁶ Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 33

Заключение

В данной работе было проведено исследование процесса функционирования и развития российского рынка слияний и поглощений, его институциональной среды и координационных механизмов.

В результате проведенного анализа существующих научных представлений о рынке слияний и поглощений был сделан вывод, что исследователи отождествляют его либо с рынком корпоративного контроля, либо – с его сегментом. Подобные трактовки не позволяют отразить в определении интересы субъектов экономических отношений, складывающихся в результате слияний и поглощений.

Анализ существующих теоретических концепций выявил, что при выборе методологического подхода к исследованию указанного рынка следует учитывать необходимость комплексного изучения взаимосвязей и взаимодействий между рыночными 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 будет определен институциональной средой экономической системы.

Согласно полученным выводам, автором обоснована актуальность применения институционального подхода к исследованию рынка слияний и поглощений, позволяющего всесторонне раскрыть особенности структуры данного рынка, механизм его функционирования и порождаемые им эффекты. Автором отмечено, что применение гносеологического принципа холизма в исследовании делает возможным уточнение трактовки сущности рынка слияний и поглощений. В рамках указанного принципа рынок слияний и поглощений следует характеризовать через экономические отношения между его субъектами, взаимодействующими по поводу обращения и перераспределения прав

корпоративного контроля, с одной стороны; и через его институциональную структуру, организующую данные взаимодействия – с другой.

Автором предложена формулировка категории «рынок слияний и поглощений» в ключе институционального подхода как совокупности механизмов организации и координации отношений между компаниями и государством в сфере обращения и перераспределения прав корпоративного контроля в рамках заданной институциональной среды. Такая трактовка позволяет учитывать институциональную среду функционирования рынка слияний и поглощений, что отражает влияние формальных и неформальных институтов данного рынка на координацию и мотивы взаимодействий его субъектов.

Взаимодействие субъектов рынка слияний и поглощений в соответствии с их мотивами реализуется через рыночные координационные механизмы спроса и предложения. Результатом становится выполнение рынком слияний и поглощений своих функций. В рамках идеальной неоклассической модели вне поля исследования остаются провалы рынка слияний и поглощений, которые невозможно преодолеть с помощью его координационных механизмов спроса и предложения (запуск «цикла» неэффективных слияний и поглощений вследствие делегирования собственниками компаний полномочий менеджерам, монополизация рынков, возникновение односторонних эффектов от сделок и др.). Этим обосновывается необходимость дополнения рыночных координационных механизмов спроса и предложения государственной координацией.

Однако, в рамках институционального методологического подхода к исследованию рынка слияний и поглощений необходимо учитывать существующее противоречие между действиями государства-регулятора и государства-активного участника указанного рынка. В результате такой асимметрии интересов государственная координация оказывается неспособной преодолеть вышеперечисленные провалы рынка слияний и поглощений.

Можно сделать вывод, что для эффективного выполнения рынком слияний и поглощений функций по перераспределению прав корпоративного контроля необходимо сочетание координационных механизмов спроса и предложения;

государства как регулятора и гаранта действия формальных норм; а также не противоречащего данным нормам институционального саморегулирования. Оно может быть представлено кодексами саморегулирования, организациями саморегулирования либо частным порядком, и тоже является частью институциональной инфраструктуры рынка слияний и поглощений.

Проведенный анализ эволюции институциональной среды российского рынка слияний и поглощений показал, что начальный этап формирования российского рынка слияний и поглощений 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.

Имевшее место разрушение прежней институциональной системы реакций и длительный период конструирования новых норм и правил поведения экономических агентов послужили причиной сбоев экономической координации. 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 (юридическими лицами, не имевшими между собой формальных связей, но объединенными контролирующими собственниками и менеджерами), создававшими для взаимодействия «институты для своих», «институты малого радиуса действия». Сформировалась экономика «физических лиц».

Коррупция использовалась как альтернативный механизм решения проблем 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.

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.

Торможение эффективного выполнения российским рынком слияний и поглощений функций по перераспределению прав корпоративного контроля обусловлено, в первую очередь, дисфункциональностью формальных регулирующих институтов, которые не в состоянии эффективно препятствовать реализации неформальных соглашений и блокировать существующие институциональные ловушки, стимулирующие недобросовестное поведение субъектов.

Сформулирован вывод о наличии системных провалов и институциональных дисфункций российского рынка слияний и поглощений. При этом асимметрия интересов государства как регулятора и государства как субъекта указанного рынка препятствует преодолению данных провалов и

приводят к институциональным микродисфункциям: «двойным стандартам» применения норм; поиску бюрократической ренты участниками регулирования; коррупции и т.д. Указанные микродисфункции формируют условия для образования институциональной ловушки применения оценочных норм антимонопольного законодательства на российском рынке 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 транзакционные издержки, что приведет к повышению размера выигрышей потребителей, и, следовательно, аллокативной эффективности всей хозяйственной системы в целом.

Относительно эффективным ограничением применения «двойного стандарта» правоприменения может быть независимое правоприменение норм. Данное ограничение позволяет унифицировать правила для всех рыночных игроков. 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 слияний и поглощений, не ограничивают необратимо и

полностью конкуренцию между фирмами. Тем не менее, для антимонопольных органов они могут предоставлять определенный интерес, следовательно, растет актуальность оценок создаваемыми ими конкурентных эффектов.

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.

Детально односторонние эффекты рынка слияний и поглощений в настоящее время в России не анализируются, но их оценка с помощью вышеописанного индекса 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, используемый для оценки вероятности наступления односторонних эффектов, обладает существенным потенциалом расширенного применения к проблемам рынка слияний и поглощений.

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.

Так как агрегированный индекс валового повышения ценового давления (GGUPPI) может быть вычислен с использованием данных, предоставляемых компаниями в соответствии с требованиями обязательного раскрытия

информации, а также он относительно прост в вычислении, следует сделать вывод о возможности его расчета не только специалистами антимонопольных органов, но также и инициаторами предполагаемых сделок, а также сторонними независимыми оценщиками и экспертами, что будет способствовать снижению неопределенности и пресечению асимметричности информации на российском рынке слияний и поглощений.

Предлагается в связи с этим внести рекомендации о применении агрегированного индекса валового повышения ценового давления (GGUPPI) в приятую 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 I и II рода при предварительной оценке предполагаемых сделок 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, где 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.

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 I и II рода при предварительной оценке антимонопольными органами предполагаемых сделок слияний и поглощений, 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.

Список литературы

1. Авдашева, С.Б. Незаконность молчаливого сговора в российском антимонопольном законодательстве: могут ли экономисты быть полезны при выработке юридических норм? / С.Б. Авдашева // Вопросы экономики. – 2011. – N 5. – С. 89-102.
2. Авдашева, С.Б. Нобелевская премия по экономике – 2014. Жан Тироль / С.Б. Авдашева, А.Е. Шаститко // Вопросы экономики. – 2015. – N 1. – С. 5-21.
3. Авдашева, С.Б. Предписания участникам слияний (сравнительный анализ практики Федеральной антимонопольной службы России и Европейской комиссии по конкуренции) / С.Б. Авдашева, М.М. Калинина // Экономическая политика. – 2012. – N 1. – С. 141-158.
4. Аистова, М.Д. Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям / М.Д. Аистова. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 288 с.
5. Алексеенко, А.Г. Детерминанты рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2015. – N 6. – С. 74-80.
6. Алексеенко, А.Г. Дисфункции российского рынка слияний и поглощений: причины, последствия, способы преодоления / А.Г. Алексеенко // Вестник Волгоградского государственного университета. Экономика. – 2019. – N 3 (21). – С. 29–35.
7. 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.
8. Алексеенко, А.Г. Особенности функционирования рынка слияний и поглощений / А.Г. Алексеенко // Современная научная мысль. – 2016. – N 3. – С. 106-112.

9. 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.

10. Алексеенко, А.Г. Тренды развития мировых рынков слияний и поглощений: новые вызовы / А.Г. Алексеенко // Научные труды КубГТУ. – 2018. – N 6. – С. 9-15.

11. 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. – N 10. – С. 1159–1162/

12. 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.

13. 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.

14. 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.

15. Аоки, М. Корпорации в условиях растущего многообразия: познание, руководство и институты / М. Аоки; пер. с англ. под ред. Т. Дробышевой. – М. : Изд. Института Гайдара, 2015. – 368 с.

16. Арментано, Д.Т. Антитраст против конкуренции / Д.Т. Арментано; пер. с англ. А.В. Куряева. – М. : Ирисэн, 2008. – 432 с.

17. Балацкий, Е. В., Коньшев, В. А. Взаимодействие государственного и частного секторов в России: проблема достижения равновесия //Общество и экономика. - 2004. - № 1. - С. 15

18. Бальцеревич, Л. Загадки экономического роста. Движущие силы и кризисы / Л. Бальцеревич, А. Жоньца; пер. с польского Ю.В. Чайникова под научной редакцией А.В. Куряева. – М. : Мысль, 2012. – 512 с.

19. Баранников, А.Л. Слияния и поглощения в системе современной экономики / под ред. А.Н. Фоломьева; Российская акад. гос. службы при Президенте Российской Федерации. – М. : РАГС, 2009. – 184 с.

20. Барсукова, С.Ю. Эссе о неформальной экономике или 16 оттенков серого / С.Ю. Барсукова; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. – 216 с.

21. Бархатов, В. И. Слияния и поглощения корпораций в глобальной экономике / В. И. Бархатов, Н. И. Кондратьев, О. В. Коптелов. – Челябинск : Издательство Челябинского государственного университета, 2009. – 205 с.

22. Бегаева, А.А. Корпоративные слияния и поглощения: проблемы и перспективы правового регулирования / А.А. Бегаева. – М.: Инфотропик Медиа, 2010 г. – 256 с.

23. Бородаевская, А.А. Масштабы превыше всего , или Новая волна слияний в мировой экономике / А.А. Бородаевская. – М. : Международные отношения, 2001. – 208 с.

24. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов. / Р. Брейли, С. Майерс; под ред. Е.А. Бережновой и Н.М. Дмуховской; пер. с англ.– 7-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2016. – 1008 с.

25. Брижак, О.В. Внутрикorporативные отношения и институты / О.В. Брижак; в сборнике: Воспроизводство России в XXI веке: диалектика регулируемого развития. Коллективная монография. – М. : Русайнс, 2017. – С.134-137.

26. Брижак, О.В. «Экономика участия»: проблемы российских корпораций / в сборнике: Управление экономикой: методы, модели, технологии материалы XV Международной научной конференции. – Уфа: ГОУ ВПО «Уфимский государственный авиационный технический университет», 2015. – С. 71-74.

27. Верховенство права как фактор экономики / международная коллективная монография; под ред. Е.В. Новиковой, А.Г. Федотова, А.В. Розенцвайга, М.А. Субботина. – М. : Мысль, 2013. – 673 с.

28. Видяпин, В.И. Экономические системы: кибернетическая природа развития, рыночные методы управления, координация хозяйственной деятельности корпораций / В.И. Видяпин, Г.П. Журавлева. – М. : ИНФРА-М, 2010. – 384 с.

29. Галпин, Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Т. Дж. Галпин, М. Хэндон; пер. с англ. – М. : Вильямс, 2005. – 240 с.

30. Гвардин, С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С.В. Гвардин, И.Н. Чекун. - СПб. : Питер, 2007. – 121 с.

31. Гловели, Г.Д. История экономических учений: учеб. пособ. / Г.Д. Гловели. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2016. – 777 с.

32. Голованова, С.В. Российская волна слияний и поглощений на фоне мировых трендов: тенденции и факторы / С.В. Голованова, Д.В. Цыцулина // Современная конкуренция. – 2013. – N 5. – С. 34-46.

33. Гохан, П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / П.А. Гохан; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 741 с.

34. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая, третья и четвертая: [федер. закон: принят Гос. Думой 21 окт. 1994 г.: по состоянию на 5 февраля 2017 г.]. – М. : Проспект, 2017. – 624 с.
35. Гранди, Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес / Т. Гранди; пер. с англ. – М. : Эксмо, 2008. – 240 с.
36. Гританс, Я.М. Организационное проектирование и реструктуризация (реинжиниринг) предприятий и холдингов: экономические, управленческие и правовые аспекты / Я.М. Гританс. – М.: Волтерс Клувер, 2005. – 216 с.
37. Дамодаран, А. Оценка стоимости активов / А. Дамодаран; пер. с англ. – М. : Попурри, 2011. – 272 с.
38. Депаμφилис, Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депаμφилис; пер. с англ. – М. : Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
39. Дзагурова, Н.Б. Ошибки I и II рода в регулировании вертикальных ограничивающих соглашений / Н.Б. Дзагурова // Современная конкуренция. – 2013. – N 6. – С. 33-47.
40. Егорова, Н.Е. Особенности современного этапа взаимодействия предприятий на рынке слияний и поглощений и условия принятия легитимных решений / Н.Е. Егорова; в коллективной монографии: Мезоэкономика развития под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. – М. : Наука, 2011. – С. 272-292.
41. Ендовицкий, Д.А. Анализ тенденций развития процессов слияния и поглощения компаний в Российской Федерации / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Экономический анализ: теория и практика. – 2007. – N 13. – С. 2-11.
42. Ендовицкий, Д.А. Методические подходы к оценке инвестиционной привлекательности компании-цели слияния/поглощения / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – N 6. – С. 2-14.
43. Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ слияний/поглощений компаний: научное издание / Д.А. Ендовицкий, В.Е. Соболева. – М. : КноРус, 2016. – 440 с.

44. Жданов, Д.А. Внеэкономические цели как фактор организационного построения российских корпораций / Д.А. Жданов // Экономическая политика. – 2014. – N 2. – С. 99-109.

45. Зыза, В.П. Институциональные барьеры на пути неэффективных слияний и поглощений: история и современность / В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Проблемы современной экономики. – 2014. – N 4. – С. 75-77.

46. 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.

47. Иванов, Ю.В. Слияния, поглощения и разделение компаний: стратегия и тактика трансформации бизнеса / Ю.В. Иванов. – М. : Альпина Паблишер, 2001. – 256 с.

48. Игнатишин, Ю.В. Слияния и поглощения: стратегия, тактика, финансы / Ю.В. Игнатишин. - СПб. : Питер, 2005. – 208 с.

49. Иншаков, О.В., Фролов, Д.П. Многоуровневая таксономия институтов / О.В. Иншаков, Д.П. Фролов // Журнал экономической теории. – 2013. - N 4. – С. 86-99.

50. Клейнер, Г.Б. Современная экономика России как экономика «физических лиц» / Г.Б. Клейнер // Вопросы экономики. - 1996. – N 4. – С. 81-95.

51. Козлова, Н. В Думу внесен проект новой статьи УК РФ / Н. Козлова // Российская газета. – 2015. – 17 июня.

52. Колесник, Г.В. Моделирование конкуренции в иерархических социально-экономических системах / Г.В. Колесник; под ред. М.А. Бендикова. – М. : Ленанд/URSS, 2015. – 352 с.

53. Коломбатто, Э. Рынки, мораль и экономическая политика: новый подход к защите экономики свободного рынка / Э. Коломбатто; пер. с англ. под науч. ред. Гр. Сапова. – М. : Мысль, 2016. – 500 с.

54. Кормщикова, С.В. Защита от недружественных слияний и поглощений. Классификация различных методов / С.В. Кормщикова // Российское предпринимательство. – 2011. – № 7. – С. 69-73.

55. Корнеева, Д.В. Слияния и концентрация производства в российской промышленности: оценки для некоторых отраслей // В кн.: Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / Отв. ред.: С. Б. Авдашева, С. В. Голованова – М. : Юстицинформ, 2009. – С. 90-118.

56. Лапшин, П.П. Синергетический эффект при слияниях и поглощениях компаний / П.П. Лапшин, А.Е. Хачатуров // Менеджмент в России и за рубежом. – 2005. – № 2. – С. 25.

57. Лебедева, Н.Н. Совершенствование институционального механизма России в условиях глобализации мировой экономики / Н.Н. Лебедева // Финансы и кредит. – 2005. – № 11. – С. 26-33.

58. Лебедева, Н.Н. Государство в системе институциональной организации экономики / Н.Н. Лебедева // Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 3: Экономика. Экология. – 1996. – № 1. – С. 16.

59. Левицкий, Р.Ю. Анализ норм антимонопольного законодательства в отношении согласованных действий на товарных рынках / Р.Ю. Левицкий // Современная конкуренция. – 2014. – № 3. – С. 36-50.

60. Леле, М. Абсолютное оружие. Как убить конкуренцию: захват и удержание рынка / М. Леле. – СПб. : Питер, 2009. – 224 с.

61. Лупашко, С.В. Слияния и поглощения компаний на российском рынке / С.В. Лупашко. – М. : МАКС Пресс, 2007. – 114 с.

62. Лякин, А.Н. Участие государственных корпораций в процессах слияний и поглощений // Вестник СПбГУ. Серия 5: Экономика. 2010. №4. – С. 45

63. Макроэкономическое регулирование: роль государства и корпораций: учеб. пособ. / Под общ. ред. В.М. Соколинского. – М. : Кнорус, 2015. – 244 с.

64. Маликова, О.И. Основные этапы развития процессов слияний и поглощений на рынке. Трансформация роли собственников / О.И. Маликова, С.В.

Лулашко; в сборнике: Слияния и поглощения в системе современной экономики; под ред. А.Н. Фоломьева. – М. : Изд. РАГС, 2009. – С. 75-85.

65. Мартынов, А.В. Системная трансформация экономики и общества: российский выбор / А.В. Мартынов. – М. : Ленанд, 2016. – 208 с.

66. Молотников, А.Е. Слияния и поглощения. Российский опыт / А.Е. Молотников. - М. : Вершина, 2010. – 366 с.

67. Мусатова, М.М. Динамика слияний и поглощений в Российской Федерации: факторы, мотивы, взаимосвязи / М.М. Мусатова; Рос. акад. наук, Сиб. отд-ние, Ин-т экономики и орг. пром. пр-ва. – Новосибирск : ИЭОПП СО РАН, 2006. – 178 с.

68. Нечепуренко, А.С. Реструктуризации в телекоммуникациях / А.С. Нечепуренко, Ж.В. Кравцова, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2013. – N 7. – С. 16-19.

69. Нечепуренко, А.С. T2 РТК Холдинг: многообразие синергий / А.С. Нечепуренко, В.П. Зыза, А.Г. Алексеенко // Вестник связи. – 2014. – N 9. – С. 32 – 33.

70. Нуреев, Р.М. Россия: особенности институционального развития / Р.М. Нуреев. – М. : Норма, 2009. – 448 с.

71. Нуреев, Р.М. Очерки по истории институционализма / Р.М. Нуреев. – Ростов н/Д. Изд-во «Содействие – XXI век»; Гуманитарные перспективы, 2010. – 416 с.

72. Осипенко, О.В. Анализ «теневых» форм корпоративного контроля в контексте исследования методов недобросовестной конкуренции на российском рынке капитала / О.В. Осипенко // Современная конкуренция. – 2012. – N 6. – С. 46-56.

73. Осипенко, О.В. Корпоративный контроль. Экспертные проблемы эффективного управления дочерними компаниями. Книга 1. Установление корпоративного контроля / О.В. Осипенко. – М. : Статут, 2013. – 520 с.

74. Официальный сайт ПАО «ВымпелКом» . – Режим доступа:

<https://www.vimpelcom.com>

75. Официальный сайт Информационного агентства АК&М. – Режим доступа:

<http://www.akm.ru>

76. Официальный сайт ПАО «Мегафон». – Режим доступа:

<https://corp.megafon.ru>

77. Официальный сайт ПАО «МТС». – Режим доступа:

<https://www.company.mts.ru>

78. Официальный сайт Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР). – Режим доступа:

<http://www.naufor.ru>

79. Официальный сайт ПАО «Ростелеком». – Режим доступа:

<https://www.rostelecom.ru>

80. Официальный сайт Федеральной Антимонопольной Службы России. – Режим доступа:

<http://fas.gov.ru>

81. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. – Режим доступа:

<http://www.gks.ru>

82. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. – Режим доступа:

<http://www.cbr.ru>

83. Официальный сайт «Tele2 Россия». - Режим доступа:

<https://ru.tele2.ru/for-investors>

84. Павленко, Ю.Г. Корпоративная экономика в институциональном контексте / Ю.Г. Павленко. - М. : Институт экономики РАН, 2002. – 171 с.

85. Панеях, Э.Л. Правила игры для русского предпринимателя / Э.Л. Панеях; предисл. Е.Г. Ясина. – М. : Колибри, 2009. – 240 с.

86. Паппэ, Я.Ш. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993-2008 гг. / Я.Ш. Паппэ, Я.С. Галухина. - М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2009. – 424 с.

87. Петров, Д.А. Конкурентное право: теория и практика применения: учебник. / Д.А. Петров; под общ. ред. В.Ф. Попондопуло. – М. : Юрайт, 2013. – 318 с.
88. Поликарпова, М.Г. Эконометрический анализ российского рынка слияний и поглощений / М.Г. Поликарпова // Прикладная эконометрика. – 2011. – N 4. – С. 27- 44.
89. Радченко, Т.А. Перераспределительные эффекты антимонопольной политики / Т.А. Радченко // Вопросы Экономики. – 2015. – N 9. – С.65-88.
90. Радыгин, А.Д. Государственная компания: сфера проявления «провалов государства» или «провалов рынка»? / А.Д. Радыгин, Ю.В. Симачев, Р.М. Энтов // Вопросы экономики. – 2015. – N 1. – С. 45-79.
91. Радыгин, А.Д. Слияния и поглощения в корпоративном секторе: основные подходы и задачи регулирования / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2002. – N 12. – С. 89.
92. Радыгин, А.Д. Слияния, поглощения и реорганизационные процессы: некоторые новые тенденции / А.Д. Радыгин, Н.А. Шмелева // Проблемы теории и практики управления. – 2004. – N 4. – С. 56-63.
93. Радыгин, А.Д. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. – М. : Фонд «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара», 1999. - 140 с.
94. Радыгин, А.Д. Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. Научные труды № 43 / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, Н.А. Шмелева. - М. : ИЭПП, 2002. – 177 с.
95. Радыгин, А.Д. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы / А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2009. – N 10. – С. 23-45.
96. Радыгин, А.Д. Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов // Экономическая политика. – 2010. – N 5. - С. 67-91.

97. Радыгин, А.Д. Стабильность или стагнация? (Долгосрочные институциональные тенденции развития российской экономики) / А.Д. Радыгин // Экономическая политика. – 2007. – N 1. – С. 23-47.

98. Редькина, А.Ю. Использование предписаний в российском контроле экономической концентрации: модели дискретного выбора / А.Ю. Редькина // Современная конкуренция. – 2015. – N 5. – С. 29-48.

99. Рид, С.Ф. Искусство слияний и поглощений / С.Ф. Рид, А.Р. Лажу; пер. с англ. - 6-е изд. - М. : Альпина Паблишер, 2011. – 960 с.

100. Розанова, Н.М. Экономическая политика России и конкуренция: есть ли точки соприкосновения? / Н.М. Розанова // Terra Economicus. – 2005. – N 1. – С. 43-61.

101. Розанова, Н.М. Политика поддержки конкуренции в России: вчера, сегодня, завтра / Н.М. Розанова // Journal of Economic Regulation. – 2015. – N 3. – С. 6-21.

102. Розанова, Н.М. Динамика рынка и фактор государства / Н.М. Розанова, Р.Н. Коросташов // Журнал экономической теории. – 2012. – N 2. – С. 175-187.

103. Росс, С. Основы корпоративных финансов: ключ к успеху коммерческих организаций / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан; пер. с англ. под ред. Ю.В. Шленова. – М. : Лаборатория базовых знаний, 2001. – 720 с.

104. Рудык, Н.Б. Методы защиты от враждебного поглощения / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2008. – 384 с.

105. Рудык, Н.Б. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием / Н.Б. Рудык, Е.Б. Семенкова. - М. : Финансы и статистика, 2000. – 364 с.

106. Селигмен, Б. Основные течения современной экономической мысли: монография / Б. Селигмен; пер. с англ. А.В. Аникина. – М. : Прогресс, 1968. – 600 с.

107. Слияния и поглощения / пер. с англ. Е. Пестеревой. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 196 с.

108. Сорокин, Д.Е. Российская экономика: развитие и ограничители / Д.Е. Сорокин // Россия и современный мир. – 2013. – № 2. – С. 48-68.
109. Сухарев, О.С. Дисфункции экономических систем и управления / О.С. Сухарев, С.В. Палаш. – М. : Ленанд/URSS, 2016. – 304 с.
110. Сухарев, О.С. Теория эффективности экономики / О.С. Сухарев. - 2-е изд., исправленное. – М. : Инфра-М, 2015. – 368 с.
111. Тамбовцев, В.Л. Экономическая теория неформальных институтов: монография / В.Л. Тамбовцев. – М. : Проспект, 2016. – 176 с.
112. Тепляков, С.Н. Сравнительный анализ антимонопольной политики Европейского союза и Российской Федерации в области картельных соглашений / С.Н. Тепляков // Современная конкуренция. – 2014. – № 3. – С. 51-63.
113. Тироль, Ж. Рынки и рыночная власть: теория организации промышленности: в 2 т. / Ж. Тироль; под ред. В. М. Гальперина и Н. А. Зенкевича. – 2-е изд., испр. – СПб. : Экономическая школа, 2000. – 2 т.
114. Трифонова, Л.А. Рынок корпоративного контроля: сущность, особенности формирования в России / Л.А. Трифонова // Актуальные проблемы современной науки. – 2007. - № 4. – С. 23 -
115. Уголовный кодекс Российской Федерации [федер. закон: принят Гос. Думой 24 мая 1996 г.: по состоянию на 5 февраля 2017 г.]. – М. : Проспект, 2017. – 272 с.
116. Уильямсон, О.И. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки, отношенческая контрактация / О.И. Уильямсон; пер. с англ. В. С. Каткало - СПб. : Лениздат ; SEV Press, 1996. - С. 72
117. Уильямсон, О. Экономия как защита в антимонопольном процессе: компромисс с позиций благосостояния / О. Уильямсон; Вехи экономической мысли. – СПб. : Экономическая школа, 2003. - Т.5. - С. 622-649.
118. Фаенсон, М.И. Рейдерство (недружественный захват предприятий): практика современной России / М.И. Фаенсон, А.А. Пиманова. – М. : Альфа-Пресс, 2007. – 117 с.

119. Федеральный закон «Об акционерных обществах»: офиц. текст с изм. и доп. на 2016 г. – М. : Эксмо, 2017. – 176 с.

120. Федеральный закон «О внесении изменений в Трудовой кодекс Российской Федерации в части введения ограничения размеров выходных пособий, компенсаций и иных выплат в связи с прекращением трудовых договоров для отдельных категорий работников» от 02.04.2014 N 56-ФЗ (последняя редакция). – Режим доступа:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_161211

121. Федеральный закон «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и в статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации» от 01.07.2010 N 147-ФЗ (последняя редакция). – Режим доступа:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_102108

122. Федеральный закон от 26.07.2006 N 135-ФЗ "О защите конкуренции" с изменениями, вступившими в силу с 08.01.2019 года (ред 43). Действующая редакция.- Режим доступа:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_61763

123. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)»: офиц. текст с изм. на 2017 г. – М. : Эксмо, 2017. – 448 с.

124. Фролов, Д.П. «Искусство войны» с институциональными аномалиями: обзор основных методов / Д.П. Фролов, А.В. Лаврентьева // Журнал экономической теории. – 2016. – N 3. – С. 138-152.

125. Фролов, Д.П. Институциональные противоречия как источник дисфункций, аномалий и патологий экономических институтов / Д.П. Фролов, А.В. Лаврентьева // В сборнике: Актуальные вопросы экономики, менеджмента и финансов в современных условиях. – СПб., 2015. – С. 14-15.

126. Хасаншина, Н.Б. Основные этапы и особенности развития российского рынка М&А / Н.Б. Хасаншина // Современная конкуренция. – 2012. – N 1. – С. 21-31.

127. Шаститко, А. Е. Коллективное доминирование на рынке: экономика и право [Электронный ресурс] / А. Е. Шаститко. – М. : МАКС Пресс, 2011. - 76 с.
128. Шаститко, А.Е. Корпоративное управление и перераспределение прав контроля в России / А.Е. Шаститко // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2005. – N 4. – С. 22-44.
129. Шаститко, А.Е. Приоритеты конкурентной политики в России до 2030 года / А.Е. Шаститко, Н.С. Павлова, А.И. Мелешкина, А.Ф. Фатихова // Современная конкуренция. – 2016. – N 2. – С. 26-45.
130. Шаститко, А.Е. Роль экономического анализа в антитрасте: общее в частном / А.Е. Шаститко // Экономическая политика. – 2013. – N 3. – С. 107-125.
131. Шаститко, А.Е. Рыночная власть коллективно доминирующих компаний в контексте применения антимонопольного законодательства / А.Е. Шаститко // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. – 2010. – N 2. – С. 54-71.
132. Шувалова, М. Выплата «золотых парашютов»: разъяснения ВС РФ / М. Шувалова. – Режим доступа:
<http://www.garant.ru/article/630382>
133. Эванс, Ф. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Ф.Ч. Эванс, Д.М. Бишоп; пер. с англ.– 4-е изд.– М. : Альпина Паблишер, 2015. – 332 с.
134. Alekseenko, A.G., Zyza V.P. Waward Mergers and Acquisitions in Modern Russia // The Journal of Aussie-Sino Studies. – 2015. – Vol.1, No. 2. – pp. 42-45.
135. Avdasheva, S.B., Golovanova S., Korneeva, D.V. Distorting effects of competition authority's performance measurement: the case of Russia // International Journal of Public Sector Management. – 2016. – Vol. 29., No. 3. – pp. 288-306.
136. Best Practices on Cooperation between EU National Competition Authorities in Merger Review, available at:
http://ec.europa.eu/competition/ecn/nca_best_practices_merger_review_en.pdf.
137. Bailey, E., Leonard, G., Olley, S. Wu, L. Merger Screens: Market Share-Based Approaches versus «Upward Pricing Pressure», available at:

http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/antitrust_source/Feb10_Leonard2_25f.authcheckdam.pdf

138. Brito, D., Osorio, A., Riberio, R. Unilateral Effects Screens for Partial Horizontal Acquisitions: The Generalized HHI and GUPPI. - available at:

<https://www.researchgate.net/publication/279767241>

139. Brito, D., Riberio, R., Vasconcelos. H. Measuring Unilateral Effects in Partial Horizontal Acquisitions // Internatoinal Journal of Industrial Organization. – 2014. – Vol. 33, pp. 22-36.

140. Brooks, C., Chen, Z., Zeng, Y. Institutional Cross-ownreship and Corporate Strategy: the Case of Mergers and Acquisitions // Journal of Corporate Finance. – 2017. – No. 11. – pp. 20-37.

141. Carlton, D. Use and Misuse of Empirical Methods in the Economics of Antitrust, available at:

<https://www.competitionpolicyinternational.com/useand-misuse-of-empirical-methods-in-the-economics-of-antitrust>

142. Coate, M., Simons, J. Critical Loss vs Diversion Analysis: Clearing Up the Confusion, available at:

<https://www.competitionpolicyinternational.com/assets/Free/SimonsCoatesDEC-091.pdf>

143. Coate, M. The Enhanced UPP Screen: Merging Markets into the UPP Methodology, available at

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1559399

144. Coate, M., Fischer, J. Why Markets Matter for Evidence-Based Merger Analysis, available at:

http://www.oxera.com/cmsDocuments/Agenda_January%202010/Market%20definition.pdf

145. DePamphilis, D. M. Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know / Elsevier Inc. – 2011. – 279 pages.

146. Drauz, G., McGeown, P., Record, B. Recent Developments in EU Merger Control // Journal of European Competition Law & Practice. – 2013. - Vol. 4, No. 2. – pp. 146-161.

147. Epstein, R., Rubinfeld, D. Understanding UPP // The BE Journal of Theoretical Economics. – 2010. – Vol. 10. – No. 8. – available at:

<http://www.bepress.com/bejte/vol10/iss1/art21>

148. Farrell, J., Shapiro, C. Antitrust Evaluation of Horizontal Mergers: An Economic Alternative to Market Definition // The B.E. Journal of Theoretical Economics. – 2010. –Vol.10 (1). – pp. 1-39.

149. Farrell, J., Shapiro, C. Upward Pricing Pressure and Critical Loss analysis: Response // The CPI Antitrust Journal. – February, 2010. - p. 4.

150. Fletcher, A., Oldale, A., Walters, C. UPP: Up and Away? The rising prevalence of pricing pressure indicators, available at:

http://www.offt.gov.uk/shared_offt/mergers_ea02/publications/Fletcher-Walters-UPP_up_and1.pdf.

151. Gaynor, M., Kleiner, S., Vogt, W. A Structural Approach to Market Definition with an Application to the Hospital Industry, available at:

<http://www.nber.org/papers/w16656>

152. Hildebrand, D. UPP, GUPPI and IPR – Merger Screening Tools // Competition Competence Report. – 2013. - available at:

<http://www.ee-mc.com/news/details/article/upp-guppi-and-ipr-merger-screening-tools.html>

153. Jaffe, S., Weyl, G. The First-Order Approach to Merger Analysis // American Economic Journal: Microeconomics. – 2013.

154. Kaplow, L. Why (Ever) Define Markets? - available at:

http://www.harvardlawreview.org/media/pdf/vol_12402kaplow.pdf

155. Kyei-Mensah, J. Shareholders wealth and mergers and acquisitions (M&AS) // Investment Management and Financial Innovations. – 2017. – No. 14. – pp. 15-24.

156. Lee, D. Cross-border mergers and acquisitions with heterogeneous firms: Technology vs. market motives // *The North America Journal of Economics and Finance*. – 2017. – Vol. 11. – No. 42. – pp. 20-37.

157. Miller, N.H., Ryan, C., Remer, M., Sheu, G. Approximating the Price Effects of Mergers: Numerical Evidence and an Empirical Application // US DoJ, Economic Analysis Group, Discussion Paper. – 2013. – pp. 12-18.

158. Moresi, S. The Use of Upward Price Pressure Indices in Merger Analysis // *Antitrust & Competition*. – Feb. 2010. - available at:

<http://www.crai.com/publication/use-upward-price-pressure-indices-merger-analysis>

159. Moresi, S., Hausman, J., Rainey M. Unilateral Effects with General Linear Demand // *Economic Letters*. – 2011. – Vol. 111(2). – pp. 119-121.

160. Moresi, S., Salop, S.C. Updating the Merger Guidelines: Comments // *Horizontal Merger Guidelines Review Project*. - 2009. - available at:

<http://www.ftc.gov/os/comments/horizontalmergerguides/545095-00032>

161. Moresi, S., Salop, S.C., Woodbury, J.R. Scoring Unilateral Effects with the GUPPI: The Approach of the New Horizontal Merger Guidelines // *CRA Competition Memo*. – Feb. 2011. - available at:

<http://www.crai.com/publication/scoring-unilateral-effects-guppi-approach-new-horizontal-merger-guidelines>

162. Newmark, C. Price–Concentration Studies: There You Go Again. - available at:

<http://www.ftc.gov/bc/mergerenforce/presentations/040217newmark.pdf>

163. Noel, M.D. Upward Price Pressure, Merger Simulation, and Merger Simulation Light // *CPI Antitrust Chronicle*. – 2011. - available at:

<https://www.competitionpolicyinternational.com/upward-price-pressure-merger-simulation-and-merger-simulation-light>

164. Oldale, A., Padilla, J. EU Merger Assessment of Upward Pricing Pressure: Making Sense of UPP, GUPPI, and the Like // *Journal of European Competition Law & Practice*. – 2013. - Vol. 4, No. 4. – pp. 375-381.

165. Peters, C. Evaluating the Performance of Airline Simulation: Evidence from the US Airline Industry // *Journal of Law and Economics*. – 2006. – No. 49. – p. 627.

166. Pittman, R. Who Are You Calling Irrational? Marginal Cost, Variable Costs, and the Pricing Practices of Firms. - available at:

<http://www.justice.gov/atr/public/eag/248394.pdf>

167. Roberts, A., Wallace, W., Moles, P. Mergers and Acquisitions / Edinburth Business School, Heriot-Watt University. – 2012. – 46 pages.

168. Shapiro, C. Unilateral Effects Calculations. - available at:

<http://faculty.haas.berkeley.edu/shapiro/unilateral.pdf>

169. Simons, J.J., Coate, M.B. Upward Pressure on Price (UPP) Analysis: Issues and Implications for Merger Policy. - available at:

<http://ssrn.com/abstract=1558547>

170. Schmalensee, R. Should New Merger Guidelines Give UPP Market Definition? - available at:

<https://www.competitionpolicyinternational.com/assets/Free/SchmalenseeDEC-091.pdf>

171. Swan, A., Murgatroyd, R. Developments in Unilateral Effects Analysis: Price Pressure Tests // *CCRED Working Paper*. – 2012. – No. 2. - available at:

<https://ssrn.com/abstract=2728279>

172. Taylor, C., Hosken, D. The Economic Effects of the Marathon–Ashland Joint Venture: The Importance of Industry Supply Shocks and Vertical Market Structure // *Journal of Industrial Economics*. – 2007. – No.55. – p. 419.

173. U.S. Dep't of Justice & Federal Trade Commission, Horizontal Merger Guidelines. - 2010. - available at:

<http://www.ftc.gov/os/2010/08/100819hmg.pdf>

174. Wang, D., Moini, H., Kuada, J. Antecedents of Cross-Border Acquisition Performance: Implementation Issues // *Value Creation in International Business*. – 2017. – No. 11. – pp. 237-277.

175. Willig, R. Unilateral Competitive Effects of Mergers: Upward Pricing Pressure, Product Quality and Other Extensions // *Review of Industrial Organisation*. – 2011. – No. 39. – pp. 19–38.

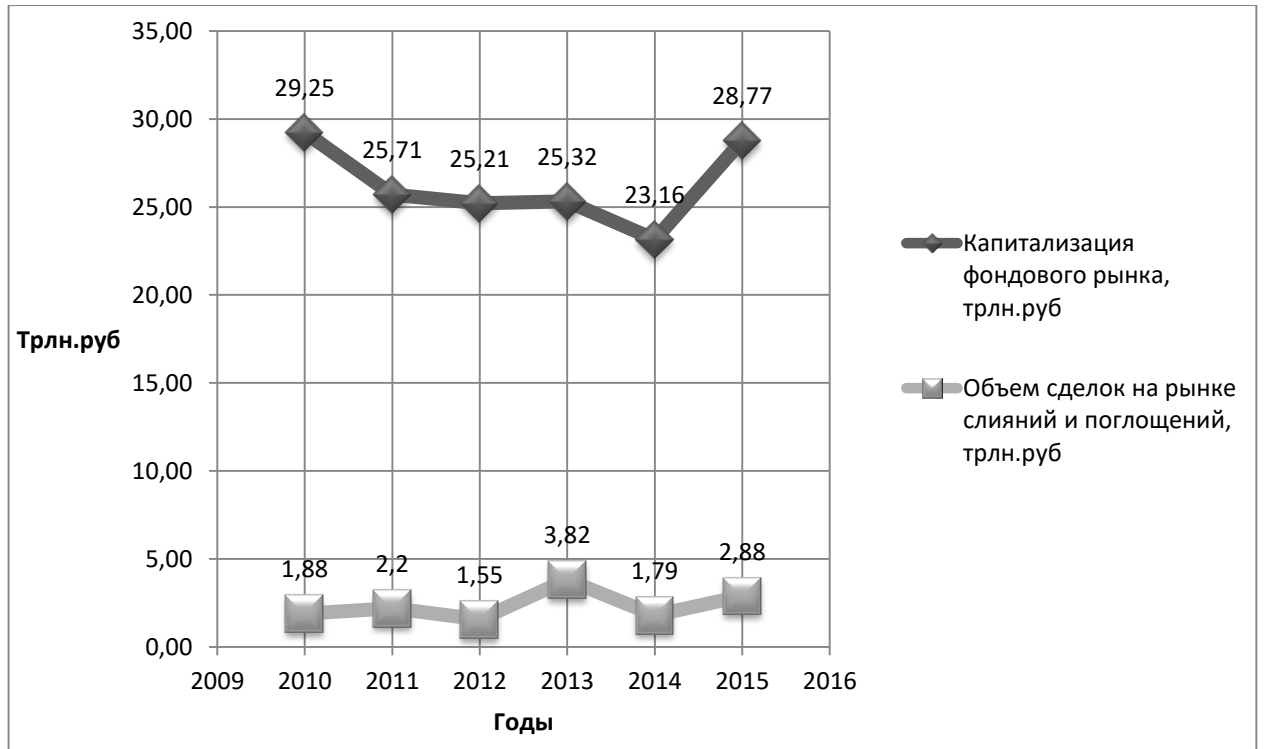
176. Werden, G., Froeb, L. Simulation as an Alternative to Structural Merger Policy in Differentiated Products Industries // *The Economics of the Antitrust Process, Topics in Regulatory Economics and Policy Series*. – 1996. – No. 22. – pp. 65–88.

177. Werden, G., Froeb, L. Choosing Among Tools for Assessing Unilateral Merger Effects // *Vanderbilt Law and Economics Research Paper*. – 2011. - No. 11–19.

178. Zimmerman, P.R. Evaluating the Relative Performance of Upward Pricing Pressure Screens with Share- Based Diversion Ratios // *European Competition Journal*. – 2011. – Vol. 7. – No. 3. – pp. 407-419.

Приложение А

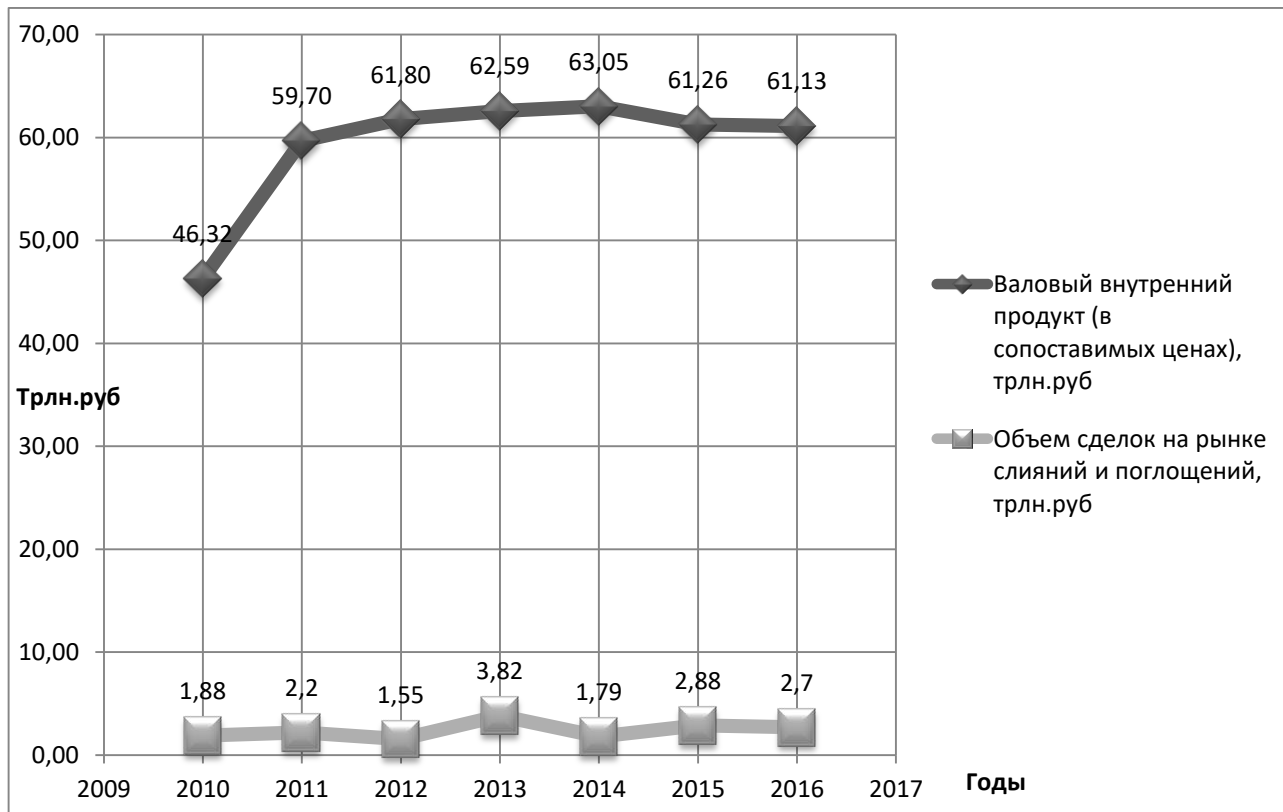
Взаимосвязь показателей роста капитализации фондового рынка
России и динамики российского рынка слияний и поглощений



Источник: Национальная ассоциация участников фондового рынка [72],
Информационное агентство АК&М [69].

Приложение Б

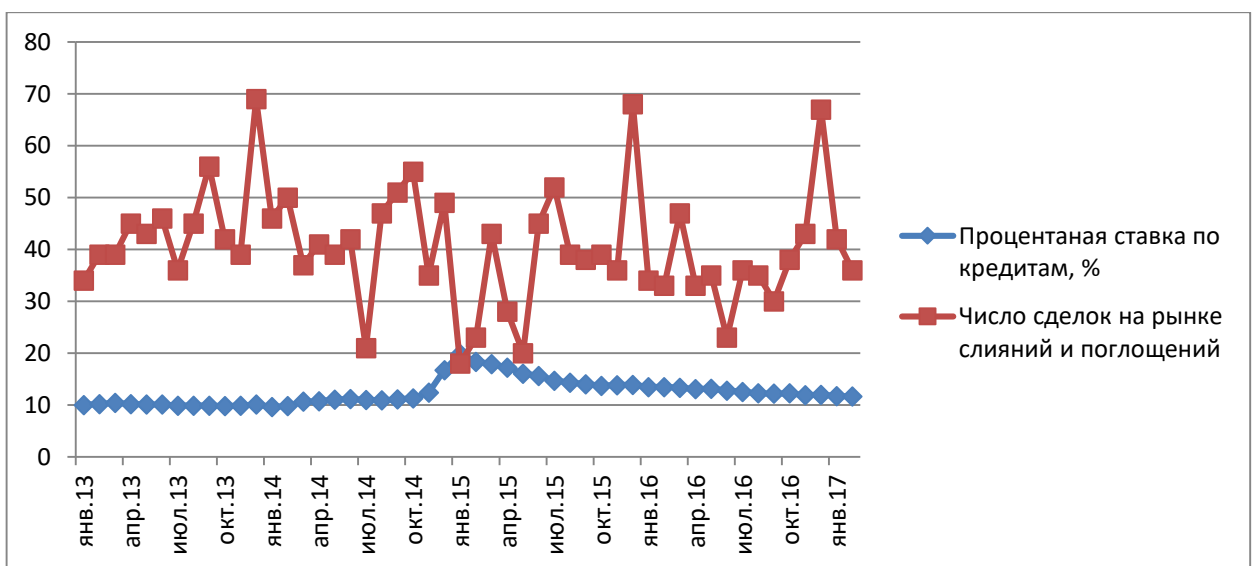
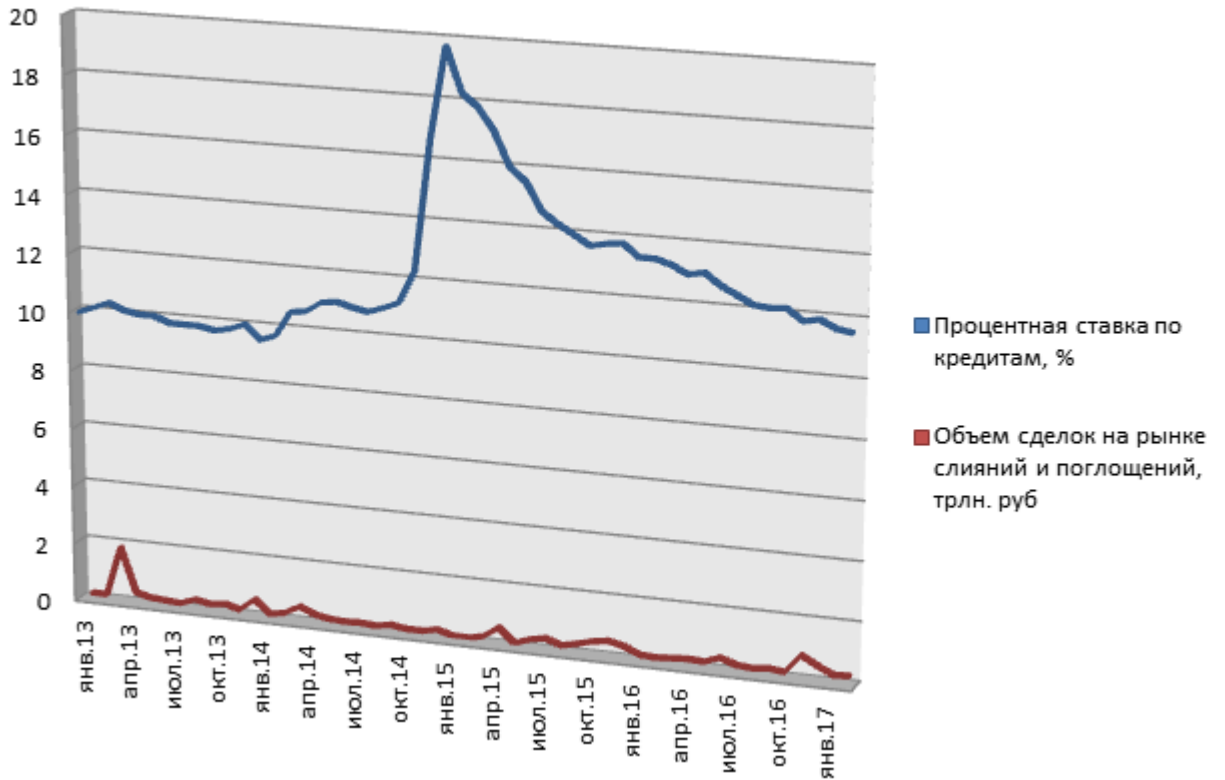
Взаимосвязь динамики ВВП России и динамики российского рынка
слияний и поглощений



Источник: Федеральная служба государственной статистики [75],
Информационное агентство АК&М [69].

Приложение В

Взаимосвязь динамики процентной ставки по кредитам и
динамики российского рынка слияний и поглощений

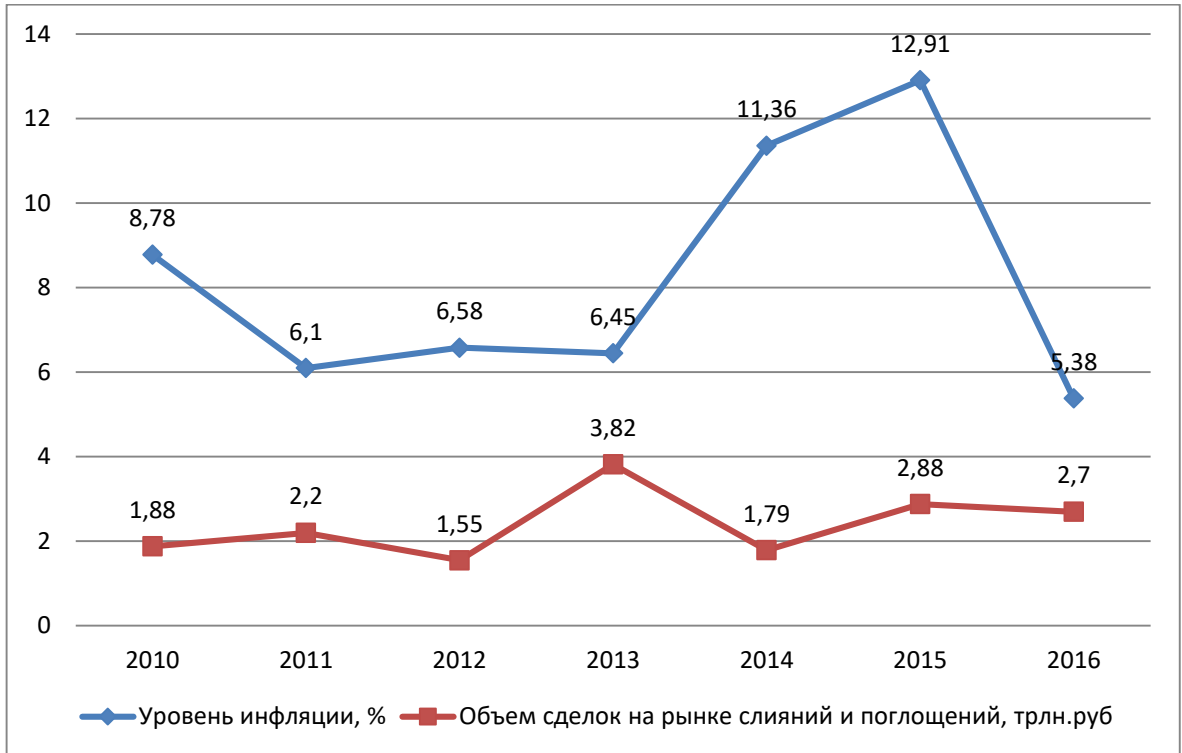


Источник: Центральный банк Российской Федерации [76],

Информационное агентство АК&М [69]

Приложение Г

Взаимосвязь динамики уровня инфляции и
динамики российского рынка слияний и поглощений



Источник: Центральный банк Российской Федерации [76],
Информационное агентство АК&М [69]

Приложение Е

Расчет весовой матрицы L и нормализованной весовой матрицы W по состоянию до заключения сделки между компаниями «Ростелеком» и «Теле2 Россия»

	0,5146	0	0	0	0		0,5146	0	0	0	0
	0,0046	0	0	0	0		0,0046	0	0	0	0
	0,0329	0	0	0	0		0,0329	0	0	0	0
	0,4479	0	0	0	0		0,4479	0	0	0	0
	0	0,5001	0	0	0		0	0,5001	0	0	0
	0	0,2517	0	0	0		0	0,2517	0	0	0
	0	0,0757	0	0	0		0	0,0757	0	0	0
F:	0	0,1725	0	0	0	C:	0	0,1725	0	0	0
	0	0	0,562	0	0		0	0	0,479	0	0
	0	0	0,33	0	0		0	0	0,43	0	0
	0	0	0,108	0	0		0	0	0,091	0	0
	0	0	0	0,4307	0		0	0	0	0,4699	0
	0	0	0	0,0965	0		0	0	0	0,0938	0
	0	0	0	0,0503	0		0	0	0	0,0518	0
	0	0	0	0,4225	0		0	0	0	0,3845	0
	0	0	0	0	0,5		0	0	0	0	0,5
	0	0	0	0	0,5		0	0	0	0	0,5
	0,4665	0	0	0	0		2,1436	0	0	0	0
	0	0,3489	0	0	0		0	2,8662	0	0	0
A:	0	0	0,4209	0	0	B:	0	0	2,3759	0	0
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	2,656	0
	0	0	0	0	0,5		0	0	0	0	2
	0,4665	0	0	0	0		1	0	0	0	0
	0	0,3489	0	0	0		0	1	0	0	0
L:	0	0	0,4209	0	0	W=I:	0	0	1	0	0
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	1	0
	0	0	0	0	0,5		0	0	0	0	1

Приложение Ж

Расчет весовой матрицы L^* и нормализованной весовой матрицы W^* ,
отражающих ситуацию после заключения сделки между компаниями

«Ростелеком» и «Теле2 Россия»

	0,5146	0	0	0	0	0,5146	0	0	0	0
	0,0046	0	0	0	0	0,0046	0	0	0	0
	0,0329	0	0	0	0	0,0329	0	0	0	0
	0,4479	0	0	0	0	0,4479	0	0	0	0
	0	0,5001	0	0	0	0	0,5001	0	0	0
	0	0,2517	0	0	0	0	0,2517	0	0	0
	0	0,0757	0	0	0	0	0,0757	0	0	0
F:	0	0,1725	0	0	0	C:	0	0,1725	0	0
	0	0	0,562	0	0	0	0	0,479	0	0
	0	0	0,33	0	0	0	0	0,43	0	0
	0	0	0,108	0	0	0	0	0,091	0	0
	0	0	0	0,4307	0	0	0	0	0,4699	0
	0	0	0	0,0965	0	0	0	0	0,0938	0
	0	0	0	0,0503	0	0	0	0	0,0518	0
	0	0	0	0,4225	0	0	0	0	0,3845	0
	0	0	0	0	0,275	0	0	0	0	0,275
	0	0	0	0	0,275	0	0	0	0	0,275

	0,467	0	0	0	0	2,143	0	0	0	0
	0	0,349	0	0	0	0	2,866	0	0	0
A:	0	0	0,421	0	0	B:	0	0	2,376	0
	0	0	0	0,376	0	0	0	0	2,656	0
	0	0	0	0	0,151	0	0	0	0	6,612

	0,467	0	0	0	0		1	0	0	0	0
	0	0,349	0	0	0		0	1	0	0	0
L*:	0	0	0,421	0	0	W*:	0	0	1	0	0
	0	0	0	0,579	0,45		0	0	0	1	0,777
	0	0	0	0,068	0,151		0	0	0	0,45	1

	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
W*-W =	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0,77721
	0	0	0	0,45	0

Приложение 3

Расчет весовой матрицы L^* и нормализованной весовой матрицы W^* ,
отражающих ситуацию после заключения гипотетической сделки между
компаниями «Ростелеком» и «Теле2 Россия»

F:	0,5146	0	0	0	0	C:	0,5146	0	0	0	0
	0,0046	0	0	0	0		0,0046	0	0	0	0
	0,0329	0	0	0	0		0,0329	0	0	0	0
	0,4479	0	0	0	0		0,4479	0	0	0	0
	0	0,5001	0	0	0		0	0,5001	0	0	0
	0	0,2517	0	0	0		0	0,2517	0	0	0
	0	0,0757	0	0	0		0	0,0757	0	0	0
	0	0,1725	0	0	0		0	0,1725	0	0	0
	0	0	0,562	0	0		0	0	0,479	0	0
	0	0	0,33	0	0		0	0	0,43	0	0
	0	0	0,108	0	0		0	0	0,091	0	0
	0	0	0	0,4307	0		0	0	0	0,4699	0
	0	0	0	0,0965	0		0	0	0	0,0938	0
	0	0	0	0,0503	0		0	0	0	0,0518	0
	0	0	0	0,4225	0		0	0	0	0,3845	0
	0	0	0	0	0		0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0		0	0	0	0	0

A:	0,466	0	0	0	0	B:	2,143	0	0	0	0
	0	0,349	0	0	0		0	2,866	0	0	0
	0	0	0,421	0	0		0	0	2,376	0	0
	0	0	0	0,376	0		0	0	0	2,656	0
	0	0	0	0	0		0	0	0	0	1

	0,4665	0	0	0	0		1	0	0	0	0
	0	0,3489	0	0	0		0	1	0	0	0
L*:	0	0	0,4209	0	0	W*:	0	0	1	0	0
	0	0	0	0,3765	0,3765		0	0	0	1	1
	0	0	0	1	1		0	0	0	1	1

	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
W - W* =	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	1
	0	0	0	1	0

Приложение К

Расчет нормализованной весовой матрицы W^* для гипотетической сделки между компаниями «Мегафон» и «Теле2 Россия»

	0,5146	0	0	0	0	0,5146	0	0	0	0	
	0,0046	0	0	0	0	0,0046	0	0	0	0	
	0,0329	0	0	0	0	0,0329	0	0	0	0	
	0,4479	0	0	0	0	0,4479	0	0	0	0	
	0	0,5001	0	0	0	0	0,5001	0	0	0	
	0	0,2517	0	0	0	0	0,2517	0	0	0	
	0	0,0757	0	0	0	0	0,0757	0	0	0	
	0	0,1725	0	0	0	0	0,1725	0	0	0	
F:	0	0	0,562	0	0	C:	0	0	0,479	0	0
	0	0	0,33	0	0		0	0	0,43	0	0
	0	0	0,108	0	0		0	0	0,091	0	0
	0	0	0	0,4307	0		0	0	0	0,4699	0
	0	0	0	0,0965	0		0	0	0	0,0938	0
	0	0	0	0,0503	0		0	0	0	0,0518	0
	0	0	0	0,4225	0		0	0	0	0,3845	0
	0	0	0	0	0,275		0	0	0	0	0,275
	0	0	0	0	0,275		0	0	0	0	0,275
	0,4665	0	0	0	0		2,1435	0	0	0	0
	0	0,3489	0	0	0		0	2,8658	0	0	0
A:	0	0	0,4209	0	0	B:	0	0	2,3757	0	0
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	2,6561	0
	0	0	0	0	0,1513		0	0	0	0	6,6116
	0,4665	0	0	0	0		1	0	0	0	0
	0	0,5514	0	0	0,45		0	1	0	0	0,816
L*:	0	0	0,4209	0	0	W*:	0	0	1	0	0
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	1	0
	0	0,068	0	0	0,1513		0	0,45	0	0	1

Приложение Л

Расчет нормализованной весовой матрицы W^* для гипотетической сделки между компаниями «Вымпелком» и «Теле2 Россия»

	0,5146	0	0	0	0	0,5146	0	0	0	0	
	0,0046	0	0	0	0	0,0046	0	0	0	0	
	0,0329	0	0	0	0	0,0329	0	0	0	0	
	0,4479	0	0	0	0	0,4479	0	0	0	0	
	0	0,5001	0	0	0	0	0,5001	0	0	0	
	0	0,2517	0	0	0	0	0,2517	0	0	0	
	0	0,0757	0	0	0	0	0,0757	0	0	0	
	0	0,1725	0	0	0	0	0,1725	0	0	0	
F:	0	0	0,562	0	0	C:	0	0	0,479	0	0
	0	0	0,33	0	0		0	0	0,43	0	0
	0	0	0,108	0	0		0	0	0,091	0	0
	0	0	0	0,4307	0		0	0	0	0,4699	0
	0	0	0	0,0965	0		0	0	0	0,0938	0
	0	0	0	0,0503	0		0	0	0	0,0518	0
	0	0	0	0,4225	0		0	0	0	0,3845	0
	0	0	0	0	0,275		0	0	0	0	0,275
	0	0	0	0	0,275		0	0	0	0	0,275
	0,4665	0	0	0	0	2,1435	0	0	0	0	
	0	0,3489	0	0	0		0	2,8658	0	0	0
A:	0	0	0,4209	0	0	B:	0	0	2,3757	0	0
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	2,6561	0
	0	0	0	0	0,1513		0	0	0	0	6,6116
	0,4665	0	0	0	0	1	0	0	0	0	
	0	0,3489	0	0	0		0	1	0	0	
L*:	0	0	0,6234	0	0,45	W*:	0	0	1	0	0,723
	0	0	0	0,3765	0		0	0	0	1	0
	0	0	0,0681	0	0,1513		0	0	0,45	0	1