

Михальчук В. Б., аспирант школы финансов факультета экономических наук НИУ ВШЭ, г. Москва,
vitalymikhailchuk@gmail.com

Оценка и анализ факторов усиления рыночной власти после внутрироссийских слияний и поглощений

Статья посвящена изучению влияния слияний и поглощений на рыночную власть (*market power*) компаний — инициаторов сделки. Выборка состоит из 171 внутрироссийской сделки, завершённой с января 2006 г. по сентябрь 2015 г.

Публикация дополняет существующие исследования по теме в двух направлениях. Во-первых, были выявлены особенности влияния внутрироссийских слияний и поглощений на рыночную власть на основании данных непубличных компаний, сделки между которыми составляют значительную долю российского рынка слияний и поглощений. Во-вторых, количественно оценено влияние слияний и поглощений на рыночную власть российских компаний, в том числе в таких отраслях, как добыча полезных ископаемых, торговля, связь, металлургия, транспорт и в некоторых других.

Проведенный анализ показывает, что в целом внутрироссийские сделки не приводят к значимому усилению рыночной власти. Наиболее успешной отраслью является оптовая и розничная торговля, где успешные сделки составляют 68% общей выборки.

Результаты исследования могут быть использованы менеджментом компаний для оценки будущих внутрироссийских сделок слияний и поглощений, а также академическими исследователями слияний и поглощений на развивающихся рынках.

Ключевые слова: слияния и поглощения, синергия, стоимость компании, развивающиеся рынки капитала, стратегия, рыночная власть, конкурентная политика.

Введение

Сделки слияний и поглощений (M&A) остаются одним из основных способов развития и поддержания конкурентоспособности компаний на развитых и развивающихся рынках. Особенную актуальность для российских компаний в свете экономической нестабильности последних лет приобретает поиск наиболее эффективных сделок на внутреннем рынке.

Несмотря на рост интереса к изучению слияний и поглощений на развивающихся рынках, в существующей литературе остаются несколько пробелов. В основном изучаются публичные компании, занимающие лишь небольшую долю рынка слияний и поглощений. Так, в 2006–2015 гг. не торгуемые российские компании инициирова-

ли 79% сделок слияний и поглощений в стоимостном выражении и 93% сделок в количественном выражении¹. Кроме того, мало внимания уделяется оценке синергии и анализу особенностей создания синергии в отдельных отраслях.

Целью статьи является систематизация существующего опыта анализа и оценки рыночной власти компаний, оценка рыночной власти во внутрироссийских сделках и проверка гипотез о факторах создания этого вида синергии.

Статья построена следующим образом: первая часть посвящена обзору литературы, относящейся к изучению рыночной власти после слияний и поглощений. Во второй части выдвинуты гипотезы, предполага-

¹ Расчеты автора по данным *Mergermarket*.

емые к эмпирической проверке. В третьей части представлена методология исследования и описание выборки. В четвертой части проводится эмпирическая проверка гипотез и представлены полученные результаты.

1. Обзор литературы

1.1. Понятие и структура синергии

Как правило, акционеры ожидают увеличения стоимости своей компании в результате слияний и поглощений. Одна из теорий, объясняющих мотивы проведения слияний и поглощений, связывает рост стоимости компании после сделки с созданием синергии.

Большинство авторов определяют синергию в сделках слияний и поглощений как дополнительную стоимость, созданную в результате объединения компаний и недоступную компаниям по отдельности.

Существует несколько подходов к классификации синергии в сделках слияний и поглощений. Damodaran (2005) и Депаффиллис (2007) разделяют два основных вида синергии: операционную и финансовую.

Операционная синергия позволяет компаниям повысить эффективность расходов или увеличить операционную прибыль от существующих активов. К основным видам операционной синергии относятся:

- экономия на масштабе, которая проявляется за счет укрупнения компании после поглощения и позволяет сократить затраты на единицу продукции при укрупнении компании. Как правило, экономия на масштабе наблюдается после сделок в одной отрасли;
- усиление рыночной власти, которое происходит при слиянии крупных игроков в отрасли. Сделка приводит к снижению конкуренции и увеличению доли рынка одной компании;
- сочетание различных функциональных компетенций, например, при объединении компании с сильными компетенциями в мар-

кетинге и компании с широкой продуктовой линейкой.

Финансовая синергия может проявляться в виде роста будущих денежных потоков или снижения ставки дисконтирования. К основным видам финансовой синергии относятся:

- экономия на налогах, которая возникает при использовании особенностей налогообложения при M&A для зачета накопленных убытков к снижению будущих налогов на прибыль;
- реализация избыточной наличности при покупке компании, располагающей прибыльными проектами при отсутствии свободных денежных средств для их реализации;
- увеличение емкости долга при повышении стабильности денежных потоков компании после M&A и снижении стоимости финансирования.

Организация экономического сотрудничества и развития [OECD, 2007] предлагает другую классификацию, разделяя постоянные и динамические синергии.

Динамические синергии позволяют компаниям улучшить эффективность с точки зрения издержек, качества товаров или сервисов, разработки новой продукции на потенциально непрерывной основе. Примерами динамической синергии могут быть:

- улучшение качества менеджмента, если компания — инициатор сделки располагает более компетентным руководством;
- совмещение логистических мощностей и маркетинга в некоторых вертикальных сделках (между компаниями в одной отрасли);
- исключение расходов на дублирующие научные разработки или совмещение накопленного инновационного потенциала.

Постоянные синергии возникают только один раз. Например, экономия на масштабе является постоянной синергией. Со временем преимущества динамических синергий могут перевешивать, даже если начальный размер постоянных синергий больше. Однако оценка динамических синергий осложняется неопределенностью экономических

выгод в будущем, особенно если для реализации синергии требуется несколько лет.

Эванс и Бишоп (2004) предлагают классификацию на основе четырех источников синергии:

- увеличение доходов за счет обслуживания более широкого рынка, предложения расширенного ассортимента продукции или роста цен на отдельные продукты или услуги;
- сокращение расходов за счет устранения дублирующих обязанностей (оптимизация персонала) и накладных расходов;
- усовершенствование процессов за счет распространения более совершенных технологий и бизнес-процессов между компаниями;
- финансовая экономия возникает за счет снижения затрат финансирования объединенной компании, улучшения условий долгосрочного кредитования или создания налоговых выгод.

1.2. Исследования усиления рыночной власти после M&A

Согласно экономической теории, фирма обладает рыночной властью, если она может установить рыночную цену выше предельных издержек, т.е. выше конкурентного уровня рыночной цены. На практике это определение слишком широко, поскольку даже на высоко конкурентных рынках компании обычно устанавливают цены несколько выше предельных издержек и в рамках такого подхода применяют рыночную власть.

По этой причине академические исследования, антимонопольные службы, суды и другие государственные органы используют ряд косвенных показателей для определения рыночной власти. К этим показателям относятся доля компании на рынке, барьеры для входа на рынок, рыночная власть (сила) покупателей, эластичность спроса, прибыльность компании и некоторые другие.

Использование рыночной доли и других показателей концентрации рынка для оценки рыночной власти основано на допущении о том, что на высоко концентрированных рынках конкуренция не эффективна и компания может стабильно и на протяжении длительного времени использовать рыночную власть. Модель предполагает, что существует сильная положительная корреляция между долей рынка и рыночной властью компании.

В академических исследованиях мнения об эффективности доли рынка как показателя рыночной власти компании различаются. Васильев (2014) отмечает, что концентрация и рыночная власть не всегда взаимосвязаны. Значимая зависимость между этими показателями может отсутствовать в нескольких случаях:

- существующие или потенциальные конкуренты могут отреагировать на повышение цен со стороны доминирующей компании увеличением предложения и захватом части рынка;
- покупатели могут перейти на товары или услуги, замещающие предложение доминирующей компании;
- на рынке существуют прямые ограничения на повышение цен со стороны доминирующей компании (например, путем государственного регулирования).

Тем не менее доля рынка полезна при изучении рыночной власти. Компания со 100% долей рынка, очевидно, имеет рыночную власть, и можно допустить, что возможности компании с незначительно меньшими долями рынка не будут фундаментально отличаться. Следовательно, компания с долей рынка 80 или 90% не слишком отличается от монополиста и также должна обладать рыночной властью.

Применение этого подхода в Blonigen, Pierce (2015) для сделок в США с 1997 по 2007 гг. позволило обнаружить, что рост доли рынка после завершения сделки M&A приводит к значимому росту прибыльности при сохранении операционных показателей на прежнем уровне.

Основная практическая проблема при оценке доли рынка связана с тем, что исследователям часто приходится опираться на субъективные оценки, как при определении рынка, так и при оценке его общего объема. Слишком узкое определение рынка приводит к занижению общего объема рынка, завышению доли компании и неверных выводах о степени рыночной власти компании.

Как понятный и простой для интерпретации показатель, доля рынка очень популярна при ведении антимонопольных исследований рынка и связанных с ними судебных дел. Доля рынка является одним из базовых показателей, на основании которого принимается решение о дальнейшем исследовании рыночной власти компании.

В России ст. 5 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции» граница для доминирующего положения установлена на уровне 50% (в некоторых случаях — 35%). Канадская антимонопольная служба также определяет, что доля рынка в 35% и более может быть основанием для детального изучения деятельности компании².

Барьеры для входа на рынок являются вторым важным показателем для определения рыночной власти компании. Компания не сможет поддерживать рыночную власть в долгосрочной перспективе, если новые компании могут беспрепятственно входить на рынок. Этот вывод разделяют академические исследования, антимонопольные службы и судебная практика в развитых странах, например, в Австралии³ и Канаде⁴.

Оценка барьеров для входа требует глубокого анализа вероятности и последствий

появления новых компаний на рынке. Объективным подходом к решению этой проблемы является изучение истории появления новых компаний на рынке в прошлом. Если на рынок ранее входили новые компании, это приводило к уменьшению доли рынка или цен доминирующей компании, и с момента последнего входа новой компании на рынок условия существенно не изменились, можно утверждать, что значимых барьеров для входа на рынок нет.

Барьеры для входа — это необходимое, но не достаточное условие для сохранения рыночной власти. Существуют рынки с сильной ценовой конкуренцией и высокими барьерами для входа. Более того, только ожидание сильной конкуренции может удерживать компании от входа на рынок, даже когда барьеров не существует.

Сохранение высокой доли рынка в течение длительного времени также не означает существования барьеров для входа. Доминирующая компания может сохранять высокую долю рынка, постоянно улучшая качество товаров и услуг или снижая цены.

Сила покупателей — третий фактор, определяющий рыночную власть компаний, в том числе с высокой долей рынка. Покупатели, обладающие рыночной властью, могут не допустить неконкурентного поведения доминирующей компании за счет перехода к другим поставщикам, замещения спроса другими товарами или услугами, или поддержкой входа новой компании на рынок.

Оценка силы покупателей важна в случаях, когда государство является основным заказчиком или для отраслей с несколькими крупными покупателями.

Пример первого случая — фармацевтическая отрасль, особенно в Европе и США, где сила покупателя не позволяет компаниям использовать рыночную власть, несмотря на наличие барьеров для входа и высокую долю рынка [Kirkwood, 2016]. Примеры второго случая — производство локомотивов на российском рынке (РЖД как единственный сильный покупатель) и нефтесер-

² Сайт Canadian Competition Bureau, 18 июля 2017 г. URL: http://www.competitionbureau.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/eng/03497.html#s2_3_1.

³ Queensland Wire Industries v BHP. URL: <https://www.australiancompetitionlaw.org/cases/qldwire.html>.

⁴ Canadian Competition Bureau: The Abuse of Dominance Provisions (Enforcement Guidelines). URL: http://www.competitionbureau.gc.ca/eic/site/cb-bc.nsf/eng/03497.html#s2_3_2.

висных услуг на российском шельфе («Роснефть» и «Газпром»).

Кроме рассмотренных подходов к анализу рыночной власти, существует несколько методов, позволяющих проводить эконометрический анализ по широкой выборке наблюдений. К этим методам относятся расчет эластичности спроса и рентабельности компании.

Оценка эластичности спроса позволяет количественно оценить возможности компании по увеличению цен с учетом реакции покупателей и конкурентов. При наличии данных эластичность спроса уточняет оценку рыночной власти, основанную на рыночной доле, барьерах для входа и силе поставщиков.

При этом оценка эластичности спроса требует сбора большого объема данных (в случае закрытых компаний необходимые данные обычно недоступны в принципе), что ограничивает применение этого метода. Даже если эластичность спроса для компании может быть оценена, интерпретация полученных результатов не всегда очевидна.

Низкая эластичность спроса предполагает, что у компании есть рыночная власть, но она не всегда может воспользоваться рыночной властью для увеличения прибыли. Для применения антимонопольных мер дополнительно требуется доказать, позволяет ли низкая эластичность спроса и конкурентное окружение использовать рыночную власть для увеличения прибыли⁵.

Второй подход к количественной оценке рыночной власти связан с расчетом рентабельности компании. Подход основан на допущении, что стабильная избыточная рентабельность по сравнению со средними отраслевыми показателями является индикатором использования рыночной власти: на рынке совершенной конкуренции компания не имеет рыночной власти и получает

нулевую прибыль, но компания-монополист использует рыночную власть для получения высокой прибыли.

Эмпирические исследования на основе базы данных *PIMS (Profit Impact of Market Strategy)* подтверждают высокую положительную корреляцию между рентабельностью и долей рынка. Первые исследования по этой теме [Buzzell и соавторы, 1975] показали, что рост доли рынка на 10% приводит к увеличению рентабельности на 5%. Исследования современных данных PIMS [Faria, Wellington, 2014] также отмечают статистически значимую положительную корреляцию между изменением доли рынка и рентабельности компании.

В академической литературе отмечается два основных недостатка использования рентабельности для оценки рыночной власти.

Первый недостаток заключается в том, что бухгалтерская прибыль может не отражать реальной экономической прибыли. Кроме этого, существуют трудности в распределении издержек и прибыли при оценке рыночной власти компаний, присутствующих на различных рынках.

Второй недостаток подхода связан с возможностью компании получать нетипичную рентабельность за счет причин, не связанных с рыночной властью, — например, за счет высокой эффективности работы. Аналогично низкая рентабельность по сравнению с конкурентами может быть связана с различными факторами (избыточные административные расходы, сознательные неприбыльные инвестиции и др.) и не означает, что у компании нет рыночной власти.

Несмотря на эти недостатки, анализ рентабельности часто используется в антимонопольных судебных делах. Европейский Директорат по конкуренции (*Directorate-General for Competition*) при рассмотрении поглощения LinkedIn, инициированного Microsoft в июне 2016 г., принял во внимание вероятный рост рентабельности продаж программ Microsoft по управлению взаимо-

⁵ См., например, *United States v. Eastman Kodak Co.* URL: <https://www.justice.gov/atr/case/us-v-eastman-kodak-co>.

отношениями с клиентами после завершения сделки⁶.

В целом ни один из подходов не дает надежной оценки рыночной власти — каждый подход имеет свои недостатки и преимущества. В зависимости от целей исследования и доступности данных одни подходы (или комплекс подходов) будут полезнее при определении рыночной власти, чем другие.

2. Гипотезы исследования

На основании анализа литературы и выявленных пробелов в исследовании рыночной власти после сделок M&A в работе проверяется три группы гипотез.

H1: Улучшение макроэкономических показателей положительно влияет на усиление рыночной власти.

В большинстве эмпирических исследований демонстрируется, что рост экономики в целом и отдельных отраслей в частности способствует созданию синергии в сделках. Для проверки этой гипотезы в модели в качестве объясняющих переменных используется рост ВВП (переменная *gdp*) и средняя операционная рентабельность по отрасли (переменная *iebitm*).

H2: Характеристики сделки оказывают значимое влияние на усиление рыночной власти.

Для проверки этой гипотезы используются тип сделки (дамми-переменная *type*) и размер сделки (натуральный логарифм от стоимости сделки — переменная *lndealval* и отношение стоимости сделки к годовой выручке компании-покупателя — переменная *prevenue*).

Переменная *type* равна 1 для горизонтальных сделок и 0 для вертикальных. Разделение сделок на горизонтальные и вертикальные проводилось по базе Mergermarket. По методологии Mergermarket сделки считаются го-

ризонтальными, если обе компании ведут деятельность хотя бы в одной общей отрасли⁷.

С помощью переменной *type* проверяется гипотеза об эффективности контроля над производственной цепочкой по сравнению с захватом большей долей рынка. Исследования влияния этой переменной на усиление рыночной власти показывают смешанные результаты. Например, Chatterjee (2007) приводил несколько известных примеров неудачных M&A между компаниями в одной отрасли, таких, как AOL/Time-Warner и Hewlett-Packard/Compaq.

Тестированием значимости переменных *lndealval* и *prevenue* проверяется гипотеза о том, что крупные сделки приводят к усилению рыночной власти.

H3: Характеристики участвующих в сделке компаний оказывают значимое влияние на усиление рыночной власти.

Для проверки этой гипотезы используются пять переменных: размер покупателя сделки (*lnassets*, натуральный логарифм балансовой стоимости активов), тип собственности покупателя и цели (*tpublic* и *bpublic*), концентрация собственности в компании-покупателе (переменная *conc*, сумма долей трех крупнейших собственников) и операционная рентабельность покупателя за год до сделки (переменная *ebitm*).

С помощью переменной *lnassets* проверяется гипотеза о том, что крупные компании менее избирательно подходят к выбору компаний для поглощения. В недавних исследованиях значимость размера компании изучалась в работе Johnston и соавторов (2014), которые показали, что небольшие компании достигают лучших результатов в M&A по сравнению с крупными компаниями.

Асимметрия информации между участниками сделки оказывает значимое влияние на решение о проведении и результаты сделки. Сделки являются наиболее успеш-

⁶ Case M.8124 — Microsoft / LinkedIn Merger Procedure (235). URL: http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8124_1349_5.pdf.

⁷ Полное описание методологии доступно по ссылке <https://data.bvresources.com/pdf/CPS-FAQ.pdf>.

ными для покупателя, когда он располагает наиболее полной информацией о цели (компания-цель — публичная) и раскрывает минимум информации о себе (компания-покупатель — непубличная). Это предположение тестируется с помощью проверки значимости переменных *tpublic* (публичность цели) и *bpublic* (публичность покупателя).

В ряде недавних академических и практико-ориентированных исследований было предположено, что в сделках M&A лучших результатов добиваются более рентабельные и эффективные (с точки зрения персонала, капитальных расходов и др.) компании. Неэффективные компании, как правило, не могут улучшить положение дел за счет поглощения другой компании. Для проверки этой гипотезы в эконометрической модели тестируется значимость лаговой операционной рентабельности компании-покупателя за год до сделки.

3. Описание выборки и методология исследования

Для составления выборки внутрироссийских сделок слияний и поглощений использовалась база Mergermarket со следующими ограничениями:

1. Обе компании ведут основную деятельность на территории России.
2. Способ оплаты сделки: акции и/или наличность.
3. Тип сделки: слияния или поглощения.
4. Дата завершения сделки: с 1 января 2006 г. до 1 сентября 2015 г.

Следующие сделки исключались из полученной выборки:

- 1) объявленные, но не завершённые сделки;
- 2) сделки без данных об их стоимости;
- 3) сделки, в которых компании не имеют отчетности за необходимые годы;
- 4) сделки общей стоимостью менее 5% от выручки компании-покупателя как не оказывающие значимого влияния на отчетность компании-покупателя;

Таблица 1. Основные характеристики сделок в выборке

Table 1. Main characteristics of M&As in the sample

Характеристика	Значение
Средние значения по стоимостным показателям сделок	
Средняя стоимость сделки, млн долл.	936
Средняя стоимость целевой компании, млн долл.	1 847
Средняя приобретенная доля, %	76%
Способ оплаты сделки	
Акции, %	4
Наличные, %	91
Прочее, %	1
Тип сделки	
Горизонтальные, %	65
Вертикальные, %	35
Тип компании-покупателя	
Публичные, %	72
Непубличные, %	28

Источник: расчеты автора.

5) сделки между компаниями в регулируемых отраслях и финансовой отрасли из-за особенностей бухгалтерского учета и прибыльности компаний в этих отраслях.

Этим критериям удовлетворяет 171 сделка. Характеристики сделок представлены в табл. 1.

Эффект слияний и поглощений на усиление рыночной власти оценивается с помощью динамики операционной рентабельности компании — инициатора сделки, очищенного от влияния отрасли. Порядок оценки синергии включает следующие этапы:

1. Расчет операционной рентабельности для компании и соответствующей отрасли до и после сделки:

Операционная рентабельность = Операционная прибыль / Выручка.

Наиболее подходящая отрасль определяется по двузначному коду ОКВЭД для основной деятельности компании. Для оценки

операционной рентабельности по отрасли используются данные Росстата.

2. Оценка синергии как разницы между изменением операционной рентабельности компании и отраслевым бенчмарком:

Усиление рыночной власти = (Операционная рентабельность компании до сделки — Операционная рентабельность компании после сделки) — (Операционная рентабельность по отрасли до сделки — Операционная рентабельность по отрасли после сделки).

3. Для проверки гипотез о значимости факторов усиления рыночной власти используется модель (1) вида:

$$EBITm_1 = \alpha + \beta_0 \times EBITm_0 + \beta_1 \times type + \beta_2 \times \ln assets + \beta_3 \times tpublic + \beta_4 \times bpublic + \beta_5 \times gdp + \beta_6 \times \ln dealval + \beta_7 \times prevenue + \beta_8 \times conc + \beta_9 \times iebitm + \epsilon_i,$$

где $EBITm_0$, $EBITm_1$ — операционная рентабельность компании-покупателя за год до и через год после сделки после очистки от выбросов, %;

$type$ — дамми-переменная, равная 1 для вертикальной сделки и 0 для горизонтальной;

$\ln assets$ — логарифм активов поглощающей компании на конец года до завершения сделки;

$tpublic$ — дамми-переменная, равная 1 для публичной компании-покупателя и 0 для непубличной компании-покупателя;

$bpublic$ — дамми-переменная, равная 1 для публичной целевой компании и 0 для непубличной целевой компании;

gdp — годовой темп роста реального ВВП России, %;

$\ln dealval$ — натуральный логарифм стоимости сделки, млн долл.;

$prevenue$ — относительный размер сделки — доля стоимости сделки в годовой выручке компании-покупателя до сделки, %;

$conc$ — концентрация собственности в компаниях-покупателях, %;

$iebitm$ — операционная рентабельность по отрасли компании-покупателя в следующем году после завершения сделки, %;

β_i — коэффициент при i факторе;

α — свободный член регрессии;

ϵ_i — случайная ошибка.

Оценка параметров модели проводится методом наименьших квадратов с учетом возможной мультиколлинеарности, гетероскедастичности и выбросов данных.

В модели отсутствует мультиколлинеарность. Тест Бройша-Пагана на гетероскедастичность показывает наличие нескольких проблемных переменных (в частности, публичность компаний и принадлежность к одной отрасли). Для решения этой проблемы модель оценивалась с состоятельными при гетероскедастичности стандартными ошибками в форме Уайта.

Поскольку выборка состоит из большого количества разных компаний, существуют значительные положительные или отрицательные выбросы в значениях зависимой переменной. Для получения сбалансированной выборки в моделях применяется винзорирование 5% крайних наблюдений в распределении.

4. Эмпирические результаты

4.1. Оценка степени усиления рыночной власти

В таблице 2 отражены результаты оценки доли успешных сделок по отраслям в усилении рыночной власти и количественная оценка синергии после внутрироссийских сделок слияний и поглощений.

Оптовая и розничная торговля является наиболее успешной отраслью по доле успешных сделок в России, что соответствует опыту многих развитых стран. В 68% сделок в выборке компании добились усиления рыночной власти после сделки.

Например, в странах ЕС и США с 2000 г. отрасль оптовой и розничной торговли ста-

Таблица 2. Доля успешных сделок и средний размер синергии в 2006–2015 гг.

Table 2. The share of successful M&As and the average size of synergy in 2006–2015

Отрасль	Количество сделок	Доля успешных сделок, %	Средний размер синергии, %
Обрабатывающие производства, в т. ч.:	45	56	6,6
Металлургическое производство	13	54	–3,7
Химическое производство	9	66	4,7
Производство машин и оборудования	6	83	8,0
Производство транспортных средств	6	33	–4,1
Производство пищевых продуктов	4	25	–6,7
Прочие производства	7	57	8,4
Связь	33	42	–0,4
Добыча полезных ископаемых	31	48	0,9
Оптовая и розничная торговля	25	68	2,8
Транспорт и логистика	16	38	–7,6
Операции с недвижимым имуществом	10	40	2,9
Строительство	5	20	–14,2
Сельское хозяйство	4	25	–12,4
Прочие отрасли	2	33	–9,0
По всем отраслям	171	49	2,6

Источник: расчеты автора.

новится более концентрированной. В недавнем исследовании для Европарламента⁸ отмечалось, что доля пяти крупнейших компаний на рынке оптовой и розничной торговли выросла с 40% в 2000 г. до 50% в 2015 г.

Объединению компаний в этой отрасли способствует усиление рыночной позиции после сделки по двум направлениям. В розничной торговле компания может получить локальную монополию в отдельных районах крупных городов или небольших поселках и использовать рыночную власть в отношении покупателей. После объединения компании также усиливают свои позиции против поставщиков и могут добиваться более выгодных условий.

⁸ European Parliament, Economic and Scientific Policy Department (2016) «Competition in the Food Retail Sector». URL: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2016/578981/IPOL_STU\(2016\)_578981_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2016/578981/IPOL_STU(2016)_578981_EN.pdf).

Плохие результаты в усилении рыночной власти (38% успешных сделок) показывают сделки в отрасли транспорта. Из 16 сделок в выборке 9 связаны с железнодорожным транспортом, 3 — с интегрированным логистическим бизнесом, 2 — с грузовыми авиоперевозками и 2 — с деятельностью портовых операторов.

Исследования рыночной власти в отрасли транспорта в других странах приводят к смешанным результатам. Это может быть связано с значительными различиями в доле государственной собственности в железнодорожном и авиатранспорте, уровне конкуренции и регулировании этих отраслей в отдельных странах⁹.

⁹ См., например, результаты круглого стола OECD (2010) «Integration and Competition between Transport and Logistics Businesses» <http://www.oecd.org/publications/integration-and-competition-between-transport-and-logistics-businesses-9789282102619-en.htm>.

Вероятно, плохие результаты большинства внутрироссийских сделок в отрасли транспорта объясняются, в зависимости от вида услуг, уже сложившейся сильной рыночной властью нескольких компаний («Волга-Днепр» и «Аэрофлот» в грузовых авиаперевозках), высокой конкуренцией внутри отрасли (железнодорожные грузоперевозки) или влиянием конкуренции между отраслями при выборе маршрута и способа доставки грузов заказчиком. Однако протестировать эти гипотезы с помощью эконометрической модели невозможно из-за недостатка наблюдений в выборке.

В отрасли металлургического производства (54% успешных сделок) сделки показывают противоречивые результаты и в среднем не приводят к значимому разрушению или созданию рыночной власти. К такому же выводу приходят многие зарубежные исследования: Trüby (2013) по данным мирового рынка металлургического (коксового) угля, Wilson (2012) по данным металлургического производства в Азиатско-Тихоокеанском регионе и Pothén (2013) по данным отрасли редкоземельных металлов в Китае.

Этот вывод объясняется тем, что в большинстве стран рынок металлургической промышленности разделен между 3–5 крупными компаниями, и лишь сделки между этими компаниями влияют на рыночную власть.

В России на рынке металлургической промышленности наблюдается такая же ситуация. На рынке черной металлургии доля основных производителей стали (ЕВРАЗ, НЛМК, ММК, «Северсталь») в конце 2014 г. составляла 73%, алюминия — 100% (РУСАЛ, Alcoa/Arconic), никеля — 90% («Норильский никель»), меди — 99% (УГМК, «Норильский никель», «Русская медная компания»), серебра — 85% («Полиметалл») ¹⁰. Как следствие высокой концентрации конкуренции на рынке, для российских компаний на рын-

ке металлургической промышленности отсутствуют возможности значимого усиления рыночной позиции.

Аналогичная ситуация на рынке сложилась в отрасли связи (42% успешных сделок), где крупнейший рынок мобильной сервисной выручки поделен между четырьмя крупными компаниями (МТС, «МегаФон», «Вымпелком» и Tele2) ¹¹, и добычи полезных ископаемых (48% успешных сделок).

Выборка по остальным отраслям представлена 10 и менее сделками и недостаточно репрезентативна для широкой экстраполяции полученных результатов.

4.2. Анализ факторов усиления рыночной власти

Результаты оценки факторов, влияющих на усиление рыночной позиции, по модели (1) представлены в табл. 3.

Гипотеза 1 о положительном влиянии роста экономики на усиление рыночной власти не подтверждается. Переменные *gdp* (реальный рост ВВП) и *iebitm* (средняя операционная рентабельность по отрасли) не значимы в оценке модели (1) как для всей выборки, так и для отдельных отраслей.

Большинство исследований развитых и развивающихся рынков подтверждает вывод о том, что рост или кризис в национальной экономике или отдельной отрасли не связан с усилением рыночной власти. На этот вид синергии чаще оказывают значимое влияние такие макроэкономические характеристики, как степень монополизации отрасли и количество конкурентов.

Гипотеза 2 о значимости характеристик сделки для усиления рыночной власти подтверждается только для сделок в отрасли обрабатывающих производств. Созданию синергии в этой отрасли способствуют горизонтальные сделки и относительный размер сделки. Горизонтальные сделки и рост

¹⁰ Национальное рейтинговое агентство (2014) «Развитие российской металлургии». URL: http://www.ranational.ru/sites/default/files/other/metallurg_2014.pdf.

¹¹ URL: <https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2017/04/06/684371-dolya-tele2-virosla>.

Таблица 3. Факторы усиления рыночной позиции по отраслям

Table 3. Synergy success factors by industry

Переменная	Все отрасли	Обрабатывающие производства	Связь	Добыча полезных ископаемых	Оптовая и розничная торговля
EBITm0	0,556*** (0,060)	0,568** (0,269)	0,337* (0,169)	0,456*** (0,133)	0,605** (0,210)
type	0,010 (0,017)	0,085* (0,050)	-0,024 (0,072)	0,042 (0,037)	0,002 (0,095)
lnassets	0,009 (0,007)	-0,008 (0,021)	0,005 (0,009)	-0,024 (0,019)	0,030 (0,025)
tpublic	0,009 (0,021)	0,004 (0,046)	0,032 (0,052)	0,022 (0,029)	0,046 (0,105)
bpublic	0,002 (0,023)	0,045 (0,053)	0,036 (0,038)	-0,141* (0,071)	-0,046 (0,056)
gdp	0,207 (0,207)	-0,987 (0,998)	0,521 (0,336)	0,470 (0,314)	-0,743 (0,569)
lndealval	-0,009 (0,008)	-0,022 (0,022)	-0,001 (0,013)	0,030 (0,021)	-0,032 (0,030)
prevenue	0,001 (0,001)	0,003** (0,001)	-0,001 (0,002)	-0,085 (0,058)	0,001 (0,001)
conc	-0,044 (0,041)	-0,020 (0,099)	0,013 (0,098)	-0,308*** (0,047)	0,064 (0,121)
iebitm	-0,038 (0,083)	0,538 (0,359)	0,353 (0,298)	0,399 (0,359)	3,106 (3,101)
_cons	-0,005 (0,097)	0,315 (0,320)	-0,131 (0,166)	0,585* (0,295)	-0,581 (0,512)
F statistic	14,32	5,89	10,04	26,10	18,07
Adjusted R-squared	0,36	0,23	0,04	0,68	0,14
N	171	45	33	31	25

В скобках указаны стандартные отклонения переменных

*** Переменная значима на 1%-м уровне.

** Переменная значима на 5%-м уровне.

* Переменная значима на 10%-м уровне.

отношения стоимости сделки к годовой выручке на 1% увеличивают операционную рентабельность компании на 8,5% и 0,3%, соответственно.

Эти результаты интуитивно понятны — более крупные сделки между компаниями в одной отрасли приводят к росту концентрации конкуренции и увеличению рыночной власти компании. Многие исследования рыночной власти после слияний и поглощений последних лет в зарубежных странах при-

ходят к подобным результатам. Например, согласно исследованию Burghardt и Helm (2015), для сделок между компаниями в обрабатывающей отрасли Швейцарии относительный размер сделки является определяющим при усилении рыночной власти.

Гипотеза 3 о значимости характеристик участвующих в сделке компаний для усиления рыночной власти подтверждается для всех отраслей. В отрасли добычи полезных ископаемых к разрушению синергии приво-

дят публичность и концентрация собственности компании — инициатора сделки.

Отрицательное влияние концентрации собственности на рыночную власть уникально для России среди крупных развивающихся стран. В Китае и Индии высокая концентрация собственности в нефтегазовых компаниях связана с участием государства в акционерном капитале (CNPC и Sinopec в Китае, IOC в Индии) и сопутствующими привилегиями на рынке, вплоть до полной монополии в отдельных сегментах [Reddy и Yu, 2014]. В России высокая концентрация собственности, вероятно, поощряет неэкономические мотивы сделок, которые в результате приводят к разрушению синергии.

Заключение

В настоящем исследовании сделана попытка оценить размер усиления рыночной власти и выявить значимые факторы создания рыночной власти по выборке из 171 внутрироссийской сделки с 2006 по 2015 гг. Исследование проводилось на основе изучения финансовой отчетности компаний, а также ряда факторов, описывающих состояние отдельных отраслей, экономики России в целом, качественные и количественные характеристики каждой сделки.

Особенности российского рынка накладывают несколько ограничений на примененный в исследовании метод оценки синергии. Во-первых, оценка рентабельности зависит от стандартов бухгалтерской отчетности, поскольку не все российские компании используют GAAP или IFRS. Во-вторых, некоторые российские компании не раскрывают конечных бенефициаров, и сделки могут проводиться между зависимыми компаниями. В-третьих, метод не применим, если центр прибыли компаний находится за пределами юридического лица — инициатора сделки. По возможности эти особенности российского рынка были учтены при проведении исследования.

Исследование дополняет существующую литературу, посвященную рыночной власти после слияний и поглощений на развивающихся рынках, в следующих направлениях:

Во-первых, на основе сформированной автором базы данных слияний и поглощений для 171 сделки, объединяющей данные о внутрироссийских сделках, динамике финансовой отчетности участвующих в сделке компаний и макроэкономических данных и подходящей для изучения российского рынка слияний и поглощений (информация Mergermarket, Bloomberg, СПАРК-Интерфакс, ЦБ РФ и Росстата), были выявлены особенности и общие черты влияния слияний и поглощений на рыночную власть на российском рынке по сравнению с другими развитыми и развивающимися рынками.

Во-вторых, количественно оценено влияние слияний и поглощений на рыночную власть российских компаний, в том числе по основным отраслям в выборке. Для отраслей обрабатывающих производств, связи, добычи полезных ископаемых и торговли определены значимые факторы усиления рыночной позиции.

В качестве возможных направлений развития предложенного подхода к анализу рыночной власти можно отметить поиск более сильных объясняющих переменных для модели и использование выборки слияний и поглощений на других развивающихся рынках.

Список литературы / References

1. Васильев М. Рыночная сила и регулирование цен на рынке электрической мощности // Журнал «Экономическая политика». 2014. №6. С. 92–102.
2. Деламфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании // М.: Олимп-Бизнес. 2007. С. 27.
3. Эванс Ф. и Бишоп Д. Оценка компаний при слияниях и поглощениях // М.: Альпина Бизнес Букс. 2004. С. 102–104.
4. Blonigen A., Pierce R. Evidence for the effects of mergers on market power and efficiency. *National Bureau of Economic Research*, 2016, pp. 1–36. Available at: https://www.researchgate.net/profile/Justin_Pierce2/publication/309163412_Evidence_for_the_Effects_of_Mergers_on_Market_Power_and_Efficiency/links/5812ae08ae1f5510c2b46e.pdf.

5. Burghardt D., Helm M. Firm growth in the course of mergers and acquisitions. *Small Business Economics*, 2015, no. 44 (4), pp. 889–904.
6. Buzzell R., Gale B., Sultan R. Market share—a key to profitability. *Harvard Business Review*, 1975, no. 53 (1), pp. 97–106.
7. Chatterjee S. Why is synergy so difficult in mergers of related businesses? *Strategy & Leadership*, 2007, no. 35 (2), pp. 46–52.
8. Damodaran A. The value of synergy. *SSRN*, 2005. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841486.
9. Faria A., Wellington W. Validating business simulations: does high market share lead to high profitability? *Developments in Business Simulation and Experiential Learning*, 2014, no. 31.
10. Johnston W., Oh J., Peters D. Who's acquiring whom? — Experimental evidence of firm size effect on B2B mergers and marketing/sales tasks. *Industrial Marketing Management*, 2014, no. 43 (6), pp. 1035–1044.
11. Kirkwood J. Buyer Power and Healthcare Prices. *Washington Law Review*, 2016, no. 91.
12. OECD. Dynamic efficiencies in merger analysis. *Policy roundtables*. 2007, pp. 1–295. Available at: <http://www.oecd.org/competition/mergers/40623561.pdf>.
13. Pothen F. Dynamic Market Power in an Exhaustible Resource Industry. The Case of Rare Earth Elements. *SSRN*, 2013. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2385991.
14. Reddy K., Yu Y. The relationship between the ownership identity, ownership concentration and firm operating efficiency: Evidence from China 2005–2012. *SSRN*, 2014. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2539939.
15. Trüby J. Strategic behavior in international metallurgical coal markets. *Energy Economics*, 2013, no. 36, pp. 147–157.
16. Wilson, J. Chinese resource security policies and the restructuring of the Asia-Pacific iron ore market. *Resources Policy*, 2012, no. 37 (3), pp. 331–339.

V. Mikhalchuk, School of Finance, Economic Science Faculty in National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia, vitalymikhalchuk@gmail.com

Market power effects after domestic Russian merger and acquisition deals

This research develops an approach to analysis of market power effects after domestic Russian mergers and acquisitions (M&A) and tests potential success factors for increasing market power after M&A. The sample is based on the Mergermarket database and includes 171 domestic Russian deals closed between January 2006 and September 2015.

This paper makes two primary contributions to the literature. First, this paper is related to the recent research that investigates M&A in emerging markets. Our paper is unique in that we study domestic Russian M&A based on long-term firm accounting data. This approach captures private companies and small deals that make up the majority of the Russian M&A market. The second contribution is the evaluation of market power effects after M&A both for the entire Russian M&A market and for the separate industries.

The analysis shows that domestic Russian deals do not lead to significant increase in market power. Only 49% of the deals are successful and, on average, they lead to 2,6% increase in EBIT margin. The most successful industry is wholesale and retail where 68% of the deals are successful.

This article may be useful for company management to estimate value of prospective M&A deals and for academic researchers interested in analysis of emerging markets M&As.

Keywords: Mergers and acquisitions, synergy, company valuation, emerging markets, strategy, market power, competition.

About authors: V. Mikhalchuk, *Doctorate researcher*

For citation: Mikhalchuk V. Market power effects after domestic Russian merger and acquisition deals. *Journal of Modern Competition*, 2018, vol. 12, no. 4(70)–5(71), pp. 18–30 (in Russian, abstr. in English).