

Голованова С. В., докт. экон. наук, профессор кафедры экономической теории и эконометрики НИУ ВШЭ, г. Нижний Новгород, svgolovanova@hse.ru

Цыцулина Д. В., преподаватель кафедры экономической теории и эконометрики НИУ ВШЭ, г. Нижний Новгород, dtsytsulina@hse.ru

РОССИЙСКАЯ ВОЛНА СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ НА ФОНЕ МИРОВЫХ ТРЕНДОВ: ТЕНДЕНЦИИ И ФАКТОРЫ¹

Данная статья посвящена анализу слияний и поглощений в России. С использованием методов статистического и эконометрического анализа проводится оценка влияния макроэкономических и отраслевых факторов на интенсивность процессов слияний и поглощений в разрезе отраслей российской промышленности. В результате выявлена взаимосвязь активности процесса перераспределения прав корпоративного контроля с такими характеристиками отраслей, как вовлеченность во внешнюю торговлю, относительный размер отрасли, начальная концентрация производства.

Ключевые слова: слияния и поглощения, Россия, отрасли промышленности.

Введение

Контроль сделок концентрации — одно из основных направлений деятельности антимонопольного органа России. И это не случайно, поскольку перераспределение прав корпоративного контроля означает и перераспределение влияния игроков на внутреннем рынке, их способности противостоять конкурентам и реализовывать наиболее прибыльную для себя стратегию ценообразования и продаж. Не являясь синонимом уровня развития конкуренции, организационная структура отраслевого рынка, тем не менее, влияет на вероятность злоупотребления компаниями их рыночной

властью². Вот почему анализ динамики и факторов развития процесса слияний и поглощений в контексте мирового опыта так важен для понимания и прогнозирования рисков ограничения конкуренции.

За последние сто лет мировая экономика прошла шесть волн слияний и поглощений³, каждая из которых характеризовалась особыми чертами и мотивами. Первая волна (конец 1890-х — начало 1900-х гг.) сформировалась на фоне промышленной революции. Преобладание горизонтальных слияний в этот период привело к ограничению конкуренции на рынках через повышение рыночной власти объединенных компаний,

¹ В данной работе представлены результаты, полученные в ходе работы над проектом № 2013–09, выполненным в рамках гранта факультета экономики НИУ ВШЭ, Нижний Новгород, в 2013 г. В статье также использованы материалы проекта «Оценка эффектов антимонопольной политики (предварительный контроль слияний)», выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2012 г.

² Авдашева С. Б., Шаститко А. Е., Калмычкова Е. Н. Экономические основы антимонопольной политики: российская практика в контексте мирового опыта // Экономический журнал ВШЭ. 2007. №3. С. 381–424.

³ Lipton M. 2006. Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. Электронный ресурс: [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$file/merger%20waves_toronto_lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$file/merger%20waves_toronto_lipton.pdf).

что нашло отражение в принятии основополагающих нормативных актов в антимонопольном законодательстве США — Акта Шермана и Акта Клейтона. Особенностью следующей волны слияний и поглощений (1920-е гг.) было преобладание вертикальных и конгломератных сделок в отраслях, которые давали возможность использования эффекта положительной отдачи от масштаба — например, в железнодорожной отрасли и производстве энергоносителей. Спустя почти 30 лет началась третья волна M&A (1960–1970-е гг.), ориентированная преимущественно на диверсификацию производства компаний в секторах потребительских товаров. В этот период Германия впервые ввела контроль за сделками M&A (1973 г.), а США дополнительно усилили его с принятием закона Харта-Скотта-Родио, уточняющего процедуру предварительного контроля слияний. В 1980-х гг. увеличилось количество враждебных слияний и поглощений на рынках ЕС. Эта, — четвертая волна слияний и поглощений, — завершилась принятием в 1989 г. Директивы ЕС по контролю за слияниями⁴, в которой был зафиксирован принцип исключительной компетенции. Европейская комиссия установила количественные показатели относительно дохода предприятий и его распределения по странам ЕС, при достижении которых за слиянием признается общеевропейская значимость и, следовательно, компетенция Европейской Комиссии. С начала 1990-х гг. сделки M&A приобретают транснациональный характер. С точки зрения антимонопольного законодательства данный период связан с активным обсуждением в США и ЕС законодательных основ конкуренции на мировых рынках. Текущая волна (2000-е гг.), как и предыдущая, не ограничивается границами национальных экономик. Ее специфика еще недостаточно изучена и описана в мировой академической

⁴ Council Regulation (EEC) No 4064/89 of 21 December 1989 on the control of concentrations between undertakings.

литературе. Тем не менее, ряд авторов отмечают, что по сравнению с предшествующими волнами на современном этапе выделяется конфликт интересов акционеров и менеджмента, обуславливающий необходимость более детальной проработки существующих законодательных актов.

В России активизация процесса перераспределения прав собственности наблюдается с началом экономического подъема. Было бы неверным считать, что исследования этого процесса отсутствуют, однако объектом исследования в них являются в основном общие тенденции и макроэкономические факторы этого процесса. Некоторые авторы характеризуют общие направления развития рынка M&A, оценивают роль макроэкономических факторов и выделяют такие тенденции, как усиление информационной открытости процессов перехода, уменьшение средней стоимости сделок, а также увеличение доли государства в правах собственности на основные промышленные активы РФ⁵. Общие тенденции сделок слияний и поглощений анализируются и независимыми аналитическими агентствами, чьи мониторинги публикуются, например, в специализированном журнале «Слияния и Поглощения». В работе С. Б. Авдашевой, А. Е. Шаститко и Б. В. Кузнецова активность сделок слияний рассматривается в качестве индикатора интенсивности перераспределения ресурсов в экономике⁶. Авторами сформулирован вывод о том, что слияния в России в большинстве случаев сопутствовали усилению соперничества между рыночными агентами. Существуют также работы, не ис-

⁵ Энтов Р., Радыгин А., Межераупс И., Швецов П. Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. М.: ИЭПП, 2006. — 461 с.; Радыгин А., Энтов Р. Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы // Экономическая политика. 2010. № 5. С. 67–91.

⁶ Авдашева С. Б., Шаститко А. Е., Кузнецов Б. В. Конкуренция и структура рынков: что мы можем узнать из эмпирических исследований о России // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 4. № 4. С. 3–26.

следующие непосредственно процесс слияний и поглощений в России, но анализирующие изменения относительных размеров предприятий (производственных площадок) и концентрации производства⁷. В то же время вопрос о соответствии закономерностей развития процессов слияний и поглощений в России мировым тенденциям по-прежнему остается недостаточно изучен; недостаточно и эмпирические свидетельства влияния отраслевых факторов на развитие этого процесса.

Факторы слияний и поглощений: накопленные результаты исследований

Результаты исследований, посвященных теоретическому моделированию этого процесса и поиску значимых эмпирических взаимосвязей, в качестве движущей силы волн слияний и поглощений выделяют экономические и технологические шоки в отраслях, а также изменения в политике государственного регулирования хозяйственной деятельности⁸. Процессы перераспределения капитала в экономике связыва-

ются с цикличностью изменения ликвидности капитала⁹, ростом рыночных цен на финансовые активы и дисперсией рыночных оценок компаний отрасли или экономики в целом¹⁰.

Факторы, оказывающие активизирующее влияние на процесс сделок слияний и поглощений, могут быть разделены на внешние и внутренние: к внутренним можно отнести темп роста выпуска, денежные потоки, концентрацию производства и рыночную оценку компаний отрасли¹¹, а к внешним — например, технологические шоки, изменения в политике регулирования отраслей, иностранную конкуренцию¹². Остановимся подробнее на некоторых исследованиях в этой области, содержащих эмпирические свидетельства значимости отраслевых характеристик на интенсивность перераспределения прав корпоративного контроля.

В работе¹³ авторы подчеркивают, что растущий объем сделок слияний и поглощений в начале 1990-х гг. в Великобритании имел тенденцию к концентрации на уровне отраслей. В исследовании в качестве факторов, оказывающих влияние на активность слияний и поглощений, выбраны такие фак-

⁷ Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / отв. ред. С. Б. Авдашева, С. В. Голованова. М.: ЗАО Юридический Дом «Юстиц-информ», 2009; Голикова В. В., Гончар К. Р., Кузнецов Б. В. Влияние глобализации на поведение российских промышленных предприятий // XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В 4 кн. Кн. 4. / отв. ред. Е. Г. Ясин. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ. 2012. С. 21–30; и др.

⁸ Gort M. An economic disturbance theory of mergers // *Quarterly Journal of Economics*. 1969. № 83. P. 623–642; Mitchell M., Mulherin J. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity // *Journal of Financial Economics*. 1996. № 41. P. 193–229; Maksimovic V., Phillips G. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? // *Journal of Finance*. 2001. № 56. P. 2019–2065; Jovanovic B., Rousseau P. The Q-theory of mergers // *American Economic Review*. 2002. № 92. P. 198–204; Healy P., Palepu K., Ruback, R. Does corporate performance improve after mergers? // *Journal of Financial Economics*. 1992. № 31. P. 135–175; и др.

⁹ Harford J. What drives merger waves? // *Journal of Financial Economics*. 2005. № 77. P. 529–560.

¹⁰ Shleifer A., Vishny R. Stock market driven acquisitions // *Journal of Financial Economics*. 2003. № 70. P. 295–311; RhodesKropf M., Viswanathan S. Market Valuation and Merger Waves // *Journal of Finance*. 2004. № 59. P. 2686–2718.

¹¹ Jensen M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers // *American Economic Review*. 1986. № 76. P. 323–329; Jensen M. The modern industrial revolution and the challenge to the internal control systems // *Journal of Finance*. 1993. № 48. P. 831–880.

¹² Mitchell M., Mulherin J. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity // *Journal of Financial Economics*. 1996. № 41. P. 193–229; Mulherin J., Boone A. Comparing acquisitions and divestitures // *Journal of Corporate Finance*. 2000. № 6. P. 117–139.

¹³ Schoenberg R., Vitae A., Reeves R. What determines acquisition activity within an industry? // *European Management Journal*. 1999. № 17 (1). P. 93–98.

торы, как результативность отрасли (средняя по отрасли прибыль на собственный капитал), среднегодовой темп роста продаж отрасли в стоимостном выражении, концентрация производства, его капиталоемкость и изменения в политике регулирования (число ссылок на изменение политики регулирования соответствующих отраслей). В результате регрессионного анализа авторы выявили, что основным отличием отраслей с высокой и низкой активностью процесса M&A является уровень государственного регулирования. Кроме того, авторы подтвердили значимость таких факторов, как темп роста продаж отрасли и уровень концентрации. Другие факторы оказались статистически незначимы.

В работе¹⁴ авторы оценивают модель риска (*hazard rate model*), применяемую для оценки вероятности наступления некоторого события, на основе данных по сделкам слияний и поглощений в Великобритании в период 1990–2004 гг. Полученные результаты подтверждают наличие статистически значимой зависимости между динамикой волнового процесса слияний и поглощений, характеристиками макроэкономических циклов и внутренними показателями, такими как размер компании, ликвидность активов и отношение цена/прибыль на акцию. Результаты свидетельствуют о том, что экзогенные индикаторы, характеризующие макроэкономическую обстановку, оказывают значительное влияние на процесс интенсивности слияний и поглощений во времени. Размер компаний также играет значимую роль в данном процессе: компании среднего размера в большей степени подвержены поглощению, чем мелкие.

В исследованиях, посвященных оценке роли положительных и отрицательных отраслевых шоков спроса, выявлена U-образная зависимость между темпом роста объема рынка и интенсивностью горизонтальных слияний

¹⁴ *Kastrinaki Z., Stoneman P.* The drivers of merger waves // *Economics Letters*. 2002. № 117. P. 493–495.

и поглощений¹⁵. В работе¹⁶ показано, что этот эффект характерен преимущественно для отраслей с высокими уровнями концентрации и конкурентного взаимодействия между фирмами. В то же время он отсутствует в отраслях с высоким уровнем конкуренции, где стратегическое взаимодействие между участниками играет меньшую роль. Более того, указанная U-образная зависимость ограничена отраслями с относительно низкими издержками реструктуризации.

Рассмотренные работы иллюстрируют влияние отраслевых характеристик на активность слияний и поглощений. Оценим основные из выявленных в рамках эмпирических исследований эффектов на основе российских данных.

Информационная база исследования и тестируемые гипотезы

Анализ проводится на основе данных из двух альтернативных источников информации о сделках слияний и поглощений: решений Федеральной антимонопольной службы, размещенных на ее официальном сайте в разделе «Решения в сфере контроля экономической концентрации», а также базы данных *ThomsonOne*. К сделкам слияний и поглощений в рамках дальнейшего анализа отнесены завершённые сделки в отношении российских предприятий промышленности: а) сделки, в результате которых доля компании-покупателя в акционерном капитале предприятия-объекта сделки становится не менее 25%; б) сделки по приоб-

¹⁵ *Mitchell M., Mulherin J.* The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity // *Journal of Financial Economics*. 1996. № 41. P. 193–229; *Andrade G., Stafford E.* Investigating the economic role of mergers // *Journal of Corporate Finance*. 2004. № 10. P. 1–36; *Harford J.* What drives merger waves? // *Journal of Financial Economics*. 2005. № 77. P. 529–560.

¹⁶ *Bernile G., Lyandres E., Zhdanov A. A.* Theory of Strategic Mergers // *Review of Finance*. 2012. № 16. P. 517–575.

ретению права на осуществление функции исполнительного органа или права, позволяющего определять условия осуществления предпринимательской деятельности. На сайте антимонопольного органа в России данные по сделкам M&A, удовлетворяющим этим условиям, представлены за период с 2005 по 2012 гг. (488 сделок)¹⁷. База данных *ThomsonOne* содержит информацию о сделках M&A в России и за более ранние годы, однако результаты анализа этих данных дают основание для вывода о их фрагментарности в период до середины 2000-х гг. Общее число сделок, содержащихся в базе за анализируемый период, — 3182.

Дальнейший анализ проводится по двум направлениям:

1. Тестирование гипотезы о том, что общие закономерности развития рынка слияний и поглощений соответствуют последним мировым волнам M&A. В частности, ожидается: а) преобладание в России вертикальных и конгломератных слияний и поглощений; б) преобладание транснациональных сделок слияний и поглощений.

2. Исследование отраслевых факторов выбора компании-цели M&A в России. В соответствии с описанными ранее результатами эмпирических исследований, содержащимися в мировой академической литературе, в рамках анализа проводится оценка роли таких отраслевых факторов, как темп роста продаж отрасли, концентрация производства, вовлеченность во внешнюю торговлю (фактор иностранной конкуренции).

Определение принадлежности компании-цели сделки M&A к той или иной отрасли проводится в соответствии с 5-значной

классификацией ОКОНХ (всего 312 отраслей) и обусловлено тем, что именно в такой разбивке доступны данные по количеству предприятий и уровню концентрации отраслей на конец 2004 г. (начало анализируемого периода). Сопоставление отраслевой структуры рынка слияний и поглощений в России по данным двух баз данных (табл. 1) демонстрирует незначительные различия между ними, что повышает доверие к исходным данным.

Приоритеты в выборе компании-цели

Как уже отмечалось, исторически происходило смещение от горизонтальных сделок M&A к вертикальным и конгломератным, а также от национальных к транснациональным. Характерно ли это для России?

Для выявления общих закономерностей развития процесса M&A в России для каждой сделки определены отраслевая (в соответствии с 5-значной классификацией ОКОНХ) и национальная принадлежность компании-приобретателя и компании-цели. Сделка считается внутриотраслевой в случае, если код отрасли компании-приобретателя совпадает с кодом отрасли компании-цели. К сожалению, доступные данные не предоставляют возможность провести анализ «негоризонтальных» сделок M&A с целью классификации их как вертикальных или конгломератных.

Данные, представленные в табл. 1, иллюстрируют тот факт, что доля внутриотраслевых сделок M&A в России регулярно снижается на протяжении последних 5–7 лет. Преобладание вертикальных и конгломератных слияний и поглощений соответствует общим трендам развития мирового рынка слияний и поглощений.

Другая мировая тенденция — активизация транснациональных сделок M&A — в российских данных не прослеживается (рис. 1). В этом отношении российская волна слияний и поглощений «отстает» от зару-

¹⁷ Недостатком используемой базы является неполное покрытие сделок слияний и поглощений. Так, в 2005 г., согласно бюллетеню M&A, состоялась 161 сделка, а по данным ФАС за этот год — всего 26 сделок. Одной из причин возникновения данной разницы может являться непредставление данных в ФАС компаний, участвующих в сделке слияния. Второе возможное объяснение — разные подходы к определению сделок слияний и поглощений (например, отсутствие контроля на размер сделки у бюллетеней M&A).

Таблица 1

Некоторые характеристики отраслей — лидеров по количеству сделок слияний и поглощений

Отрасль	Доля отраслевых сделок M&A в их общем числе в 2005–2012 гг., %		Число предприятий, 2004 г.	Доля в промышленном выпуске, 2004 г., %	Концентрация, 2004 г. (НИИ)	Направление торговли (экспорт/импорт/неопределенно)
	ThomsonOne	ФАС				
Производство электроэнергии	14,8	17,4	222	7,38	334	Экспорт
Добыча угля	2,3	6,6	129	0,76	922	Экспорт
Производство автомобилей, автобусов, троллейбусов и прицепов к автомобилям и тракторам	3,1	4,3	270	4,85	1 193	Импорт
Железнодорожное машиностроение	0,5	4,1	65	0,58	722	Импорт
Производство нефтепромыслового и бурового геологоразведочного оборудования	0,7	4,1	98	0,19	339	Импорт
Нефтедобывающая промышленность	7,9	2,9	242	17,41	752	Экспорт
Открытая добыча руд черных металлов	0,9	2,5	19	1,05	1 673	Экспорт
Добыча известнякового и гипсового камня	н/д	2,5	32	0,02	784	Импорт
Турбостроение	0,5	2,3	25	0,33	2 325	Импорт
Нефтеперерабатывающая промышленность	0,9	2,0	95	3,42	393	Экспорт
Лесозаготовительная промышленность	0,6	2,0	1 078	0,61	60	Экспорт
Хлебопекарная промышленность	2,9	0,2	1 449	0,88	32	Импорт
Мукомольная промышленность	1,6	н/д	349	0,60	135	Импорт
Судостроение	1,4	2,6	н/д	н/д	н/д	Импорт

Источник: расчеты авторов по данным Росстата, ФАС, ThomsonOne.

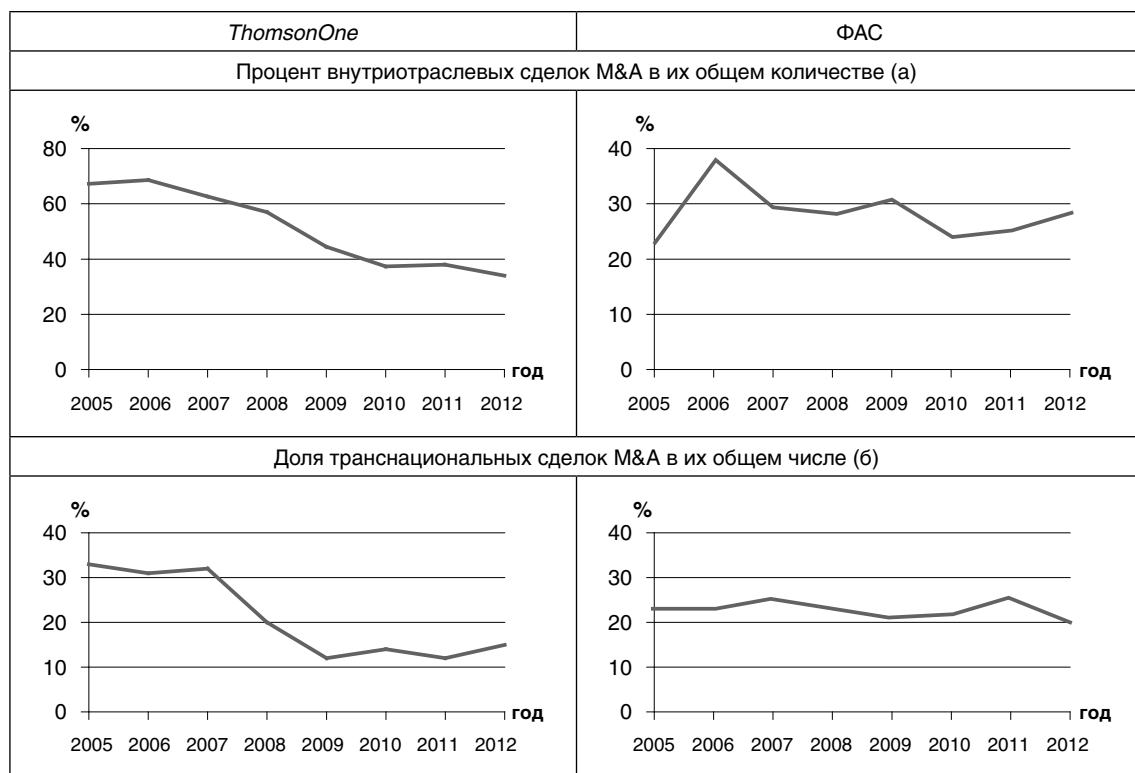


Рис. 1. Отдельные характеристики волны M&A, 2005–2012 гг.

Источник: расчеты авторов на основе данных ThomsonOne, ФАС.

бежных трендов на 25–30 лет: выгоды, достигаемые отечественными компаниями через процесс национального перераспределения прав корпоративного контроля, еще не исчерпаны.

Отраслевые факторы слияний и поглощений

Как свидетельствуют описанные ранее результаты эмпирических исследований, можно выделить следующие отраслевые характеристики, способные оказать влияние на относительную привлекательность секторов к перераспределению прав корпоративного контроля: средний размер отрасли и компаний отрасли (объем производства, число занятых, объем капиталовложений, денежные потоки), концентрация производства, рыночная оценка компаний отрасли

(и дисперсия оценок). Дальнейший анализ нацелен на проверку следующих исследовательских гипотез:

Гипотеза 1. Предприятия крупных отраслей (доля которых в промышленном производстве России высока) более привлекательны для поглощения. Эта связь неочевидна, поскольку высокие стоимостные объемы производимой товарной продукции (фактор привлекательности для поглощения) чаще всего соответствуют одновременно и высокой стоимости бизнеса (что ограничивает возможности приобретения значительной доли акций). Для тестирования этой гипотезы в общем объеме выборки выделяются 15% самых крупных и 15% самых мелких отраслей по критерию их вклада в общий объем промышленного производства России (по 47 отраслей). Оставшиеся 218 отраслей включаются в группу средних по разме-

ру. Для сопоставления интенсивности процессов слияний и поглощений используются данные о числе сделок M&A в расчете на одну отрасль.

Гипотеза 2. Высокая начальная концентрация производства в отрасли оказывает сдерживающее воздействие на интенсивность процессов слияний и поглощений: наличие большого числа относительно небольших предприятий означает наличие в отрасли потенциальных объектов для поглощения, в то время как небольшое число крупных компаний скорее будет препятствовать процессам концентрации прав корпоративного контроля из-за конфликта их интересов. В рамках этого направления анализа все отрасли разделены на высококонцентрированные (117 отраслей, для которых значение показателя концентрации Херфиндаля-Хиршмана HHI более 2000), среднеконцентрированные (84 отрасли, для которых значение HHI лежит в пределах 1000–2000) и низкоконцентрированные (111 отраслей, для которых значение HHI меньше 1000).

Гипотеза 3. Процессы концентрации прав корпоративного контроля более активно происходят в экспортоориентированных отраслях, что предполагает положительное влияние размера компании на ее международную конкурентоспособность. Для тестирования этой гипотезы на основе данных Федеральной таможенной службы России в соответствии с 4-значной классификацией ТН ВЭД выделены и сопоставлены с отраслями три товарные группы: а) преимущественно экспортируемые товары (68 отраслей); б) преимущественно импортируемые товары (132 отрасли); в) прочие (112 отраслей): неторгуемые товары, товары с сопоставимыми объемами экспорта и импорта (к последним отнесены товары, объемы экспорта и импорта которых отличались менее чем в два раза).

На рисунке 2 обобщены результаты сопоставления интенсивности сделок слияний и поглощений (число сделок за анализи-

руемый период в расчете на одну отрасль) в разрезе групп отраслей, выделенных в соответствии с описанными ранее характеристиками. В целом все сформулированные гипотезы находят подтверждение в российских данных по сделкам M&A вне зависимости от используемой базы данных. Более высокая интенсивность процесса концентрации прав корпоративного контроля характерна для отраслей промышленности России, характеризующихся значительным вкладом в общий объем промышленного производства страны (рис. 2а); низкой концентрацией производства (рис. 2б) и ориентацией на экспортные поставки производимых товаров (рис. 2в).

Эконометрический анализ данных позволяет оценить относительную значимость отраслевых факторов в определении интенсивности процесса слияний и поглощений в России и учесть их перекрестные эффекты.

В качестве объясняемой переменной выбрано число слияний/поглощений в отрасли i за год t (D_{it}). В качестве независимых переменных используются:

$Growth_{it}$ — отношение темпа роста реального выпуска товаров и услуг в i -й отрасли к средневзвешенному по объемам выпуска темпу роста данного показателя за год t для всех рассматриваемых отраслей. Ожидаемый знак оценки коэффициента перед переменной $Growth_{it}$ — положительный;

Big_i и $Small_i$ — бинарные переменные относительного размера отраслей, принимающие значение 1, соответственно, для 15% самых крупных и 15% самых мелких отраслей (по объемам выпуска в стоимостном выражении). Ожидаемый знак оценки коэффициента перед переменной Big_i — положительный; перед переменной $Small_i$ — отрицательный;

$Export_i$ и $Import_i$ — бинарные переменные направления внешней торговли, принимающие значение 1, соответственно, для экспортирующих и импортирующих отраслей. Ожидаемые значения оценок коэффициентов перед переменными — положительные (фактор международной конкуренции); при этом

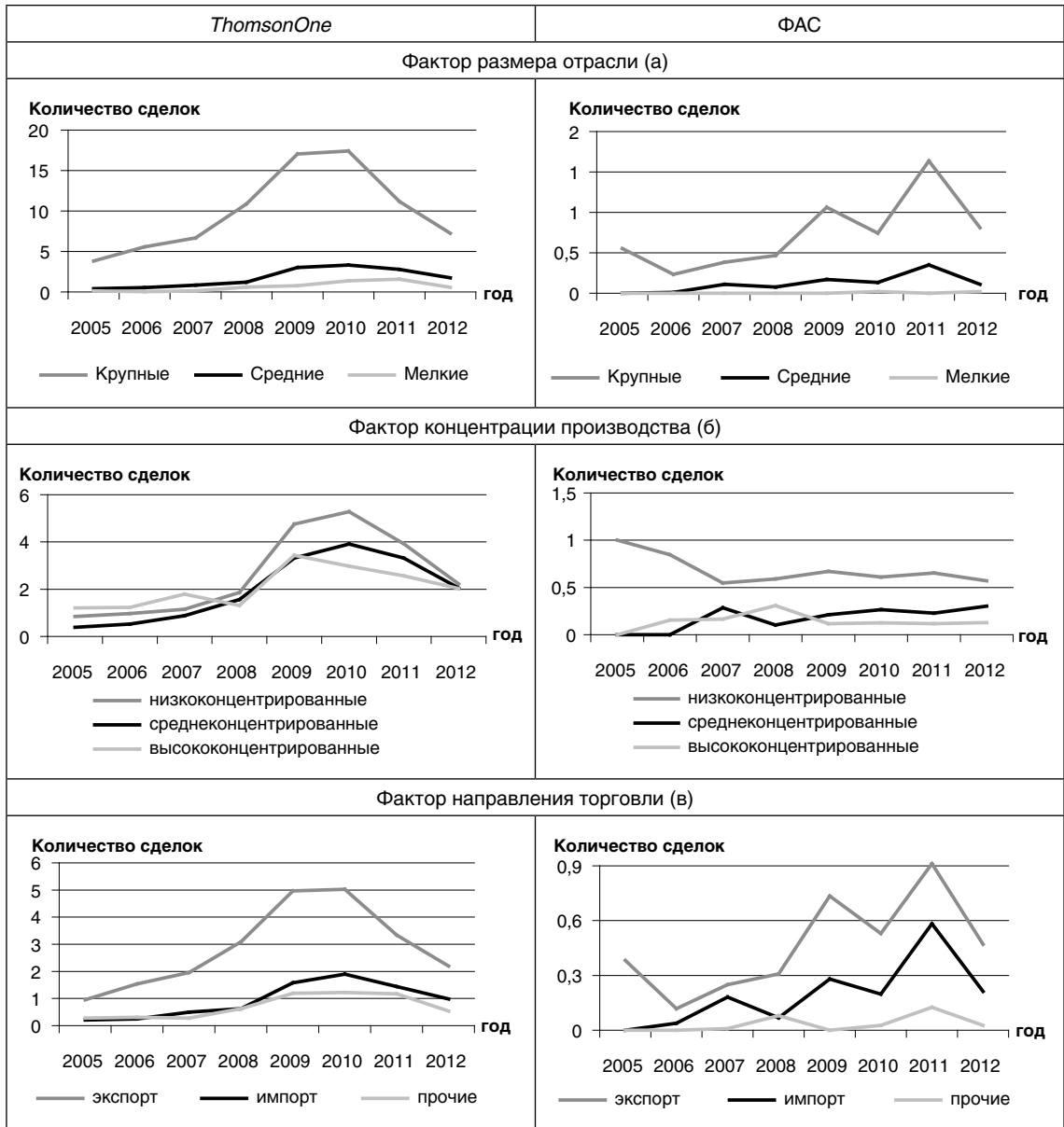


Рис. 2. Интенсивность сделок M&A в разрезе групп отраслей, 2005–2012 гг.

Источник: расчеты авторов на основе данных ThomsonOne, ФАС.

ождается, что абсолютное значение оценки коэффициента при переменной $Export_i$ будет выше, чем перед переменной $Import_i$;

$High_i$ и Low_i — бинарные переменные концентрации производства, принимающие значение 1, соответственно, для высококонцентрированных и низкоконцентрированных

отраслей. Ожидаемый знак оценки коэффициента перед переменной Low_i — положительный; перед переменной $High_i$ — отрицательный.

С учетом сформулированных гипотез спецификация регрессионной модели выглядит следующим образом:

Таблица 2

Результаты анализа панельных данных

Объясняемая переменная — число сделок слияний и поглощений в отрасли в год		
Независимые переменные	Оценка коэффициента при переменной	
	ФАС	ThomsonOne
Константа	-4,22*** (0,26)	-0,95** (0,42)
Относительный темп роста отрасли	0,51*** (0,16)	0,05 (0,31)
Экспорт	2,08*** (0,20)	0,52 (0,37)
Импорт	1,61*** (0,20)	0,24 (0,30)
Крупная отрасль	1,59*** (0,10)	1,67*** (0,40)
Мелкая отрасль	-2,44*** (0,72)	-2,39*** (0,48)
Высокая концентрация	-0,22 (0,16)	0,08 (0,37)
Низкая концентрация	0,42*** (0,11)	0,68** (0,32)
Prob. (LR statistic)	0,000	0,000

Примечание. *, **, *** — значимость на 10, 5, 1%-ном уровне, соответственно. В скобках указано стандартное отклонение.

Источник: расчеты авторов.

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{it} + \beta_2 Big_i + \beta_3 Small_i + \beta_4 Export_i + \beta_5 Import_i + \beta_6 High_i + \beta_7 Low_i + e_{it} \quad (1)$$

Поскольку объясняемая переменная принимает дискретные целые положительные значения, для тестирования искомой зависимости используется регрессионная модель с распределением Пуассона¹⁸. Оценка модели проводится методом максимального правдоподобия для панельных данных, содержащих наблюдения по 312

отраслям на протяжении 8 лет. Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 2.

Результаты регрессионного анализа вновь подтверждают справедливость всех сформулированных гипотез: число сделок M&A в год выше в крупных отраслях, характеризующихся низкой концентрацией производства. Оценки коэффициентов при соответствующих переменных статистически значимы и имеют «правильные» знаки. Положительное влияние внешней торговли (особенно экспортной деятельности) на сделки слияний и поглощений также соответствует ожидаемому, хотя при анализе данных базы ThomsonOne значения коэффициентов, согласующиеся по знаку и относительной величине с предсказываемыми, оказались статистически незначимы. Находит подтвер-

¹⁸ Распределение Пуассона — дискретное распределение, задаваемое формулой: $Prob(Y=r) = \frac{\mu^r}{r!} e^{-\mu}$. Распределение Пуассона имеет случайная величина Y, равная количеству событий, произошедших независимо за некоторый промежуток времени. Моменты распределения: $E(Y) = \mu$ $VAR(Y) = \mu$.

ждение и гипотеза о том, что предприятия российских быстрорастущих отраслей являются более привлекательными в качестве объектов сделок слияний и поглощений (не рассматривавшаяся ранее в рамках статистического анализа, но используемая здесь для учета, прежде всего, макроэкономических факторов развития отраслей).

Заключение

Итак, результаты анализа двух альтернативных баз данных позволяют заключить, что общие закономерности развития российского рынка слияний и поглощений не вполне соответствуют последним мировым волнам M&A. Для России действительно характерно снижение доли горизонтальных сделок в пользу вертикальных и конгломератных слияний и поглощений, что характерно для более поздних мировых волн M&A. Однако в отличие от текущих мировых трендов в России не наблюдается активизация транснациональных сделок слияний и поглощений. Напротив, отдельные полученные в данной работе результаты свидетельствуют об усилении процесса концентрации прав корпоративного контроля в национальных границах. С точки зрения воздействия на конкуренцию это означает перспективу увеличения на внутреннем рынке все большего количества крупных игроков, что, с одной стороны, может способствовать укреплению их международных позиций, с другой — повышению риска злоупотребления ими своим доминирующим положением на внутреннем рынке.

Исследование отраслевых факторов выбора компании-цели M&A показало, что экономические эффекты, устойчиво подтверждающиеся в эмпирических исследованиях рынков слияний и поглощений других стран, характерны и для России. В качестве объекта сделки M&A более привлекательны компании крупных быстрорастущих отраслей, характеризующихся низким уровнем концентрации. Один из наиболее важных результа-

тов проведенного анализа — подтверждение роли внешней торговли как фактора сделок слияний и поглощений. Интенсивность процессов M&A выше для отраслей, ориентированных на экспорт, чем для других групп отраслей, что согласно зарубежным исследованиям должно способствовать повышению международной конкурентоспособности отечественных компаний-экспортеров.

Список литературы

1. *Авдашева С. Б., Шаститко А. Е., Кузнецов Б. В.* Конкуренция и структура рынков: что мы можем узнать из эмпирических исследований о России // *Российский журнал менеджмента*. 2006. Т. 4. № 4. С. 3–26.
2. *Авдашева С. Б., Шаститко А. Е.* Предварительный антимонопольный контроль слияний: оценка эффективности изменений антимонопольного законодательства // *Современная конкуренция*. 2008. № 5 (11). С. 15–27.
3. *Авдашева С. Б., Шаститко А. Е., Калмычкова Е. Н.* Экономические основы антимонопольной политики: российская практика в контексте мирового опыта // *Экономический журнал ВШЭ*. 2007. № 3. С. 381–424.
4. *Голикова В. В., Гончар К. Р., Кузнецов Б. В.* Влияние глобализации на поведение российских промышленных предприятий // XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В 4 кн. Кн. 4 / отв. ред. Е. Г. Ясин. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ. 2012. С. 21–30.
5. *Радыгин А., Энтов Р.* Рынок слияний и поглощений: новые теоретические подходы // *Экономическая политика*. 2010. № 5. С. 67–91.
6. Тенденции изменения структуры российской промышленности в период экономического подъема / отв. ред. С. Б. Авдашева, С. В. Голованова. М.: ЗАО Юридический Дом «Юстиц-информ», 2009.
7. *Хасаншина Н. Б.* Основные этапы и особенности развития российского рынка M&A // *Современная конкуренция*. 2012. № 1 (31). С. 21–31.
8. *Энтов Р., Радыгин А., Межераупс И., Швецов П.* Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. М.: ИЭПП, 2006. — 461 с.

9. *Andrade G., Stafford E.* Investigating the economic role of mergers // *Journal of Corporate Finance*. 2004. №10. P. 1–36.
10. *Bernile G., Lyandres E., Zhdanov A. A.* Theory of Strategic Mergers // *Review of Finance*. 2012. №16. P. 517–575.
11. *Gort M.* An economic disturbance theory of mergers // *Quarterly Journal of Economics*. 1969. №83. P. 623–642.
12. *Harford J.* What drives merger waves? // *Journal of Financial Economics*. 2005. №77. P. 529–560.
13. *Healy P., Palepu K., Ruback R.* Does corporate performance improve after mergers? // *Journal of Financial Economics*. 1992. №31. P. 135–175.
14. *Jensen M.* Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers // *American Economic Review*. 1986. №76. P. 323–329.
15. *Jensen M.* The modern industrial revolution and the challenge to the internal control systems // *Journal of Finance*. 1993. №48. P. 831–880.
16. *Jovanovic B., Rousseau P.* The Q-theory of mergers // *American Economic Review*. 2002. №92. P. 198–204.
17. *Kastrinaki Z., Stoneman P.* The drivers of merger waves // *Economics Letters*. 2002. №117. P. 493–495.
18. *Lipton M.* Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. 2006. Электронный ресурс: [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$file/merger%20waves_to_onto_lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$file/merger%20waves_to_onto_lipton.pdf).
19. *Maksimovic V., Phillips G.* The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? // *Journal of Finance*. 2001. №56. P. 2019–2065.
20. *Mitchell M., Mulherin J.* The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity // *Journal of Financial Economics*. 1996. №41. P. 193–229.
21. *Mulherin J., Boone A.* Comparing acquisitions and divestitures // *Journal of Corporate Finance*. 2000. №6. P. 117–139.
22. *RhodesKropf M., Viswanathan S.* Market Valuation and Merger Waves // *Journal of Finance*. 2004. №59. P. 2686–2718.
23. *Schoenberg R., Vitae A., Reeves R.* What determines acquisition activity within an industry? // *European Management Journal*. 1999. №17 (1). P. 93–98.
24. *Shleifer A., Vishny R.* Stock market driven acquisitions // *Journal of Financial Economics*. 2003. №70. P. 295–311.

S. Golovanova, Doctor of Economic Science, professor in Department of economic theory and econometrics, National Research University Higher School of Economics, Nizhniy Novgorod, HSE in Nizhniy Novgorod, svgolovanova@hse.ru

D. Tsytulina, Lecturer, Department of economic theory and econometrics, National Research University Higher School of Economics, Nizhniy Novgorod, HSE in Nizhniy Novgorod, dtsytulina@hse.ru

RUSSIAN WAVE OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN LIGHT OF WORLD TRENDS: TENDENCIES AND FACTORS

This paper is devoted to the analysis of mergers and acquisitions in Russia. Using the statistical and econometric methods the estimation of macroeconomic and industry factors influence on the intensity of mergers and acquisitions processes by sectors of Russian industry is carried out. As a result the relationship between the activity of the redistribution process of the corporate control rights and some industry characteristics such as an involvement into the foreign trade, the relative industry size, the concentration of production is revealed.

Keywords: mergers and acquisitions, Russia, industries.