

В статье рассмотрены специфика принятия решений и социальная ответственность бизнеса в российских сделках по слияниям и поглощениям; показана необходимость обоснования сделок по широкому кругу критериев, в том числе институциональных, определяющих вектор общественного развития. Исследованы экономические условия и механизмы, содействующие легитимности сделок; сформулированы подходы и методы, позволяющие оценивать альтернативные варианты в сложных процедурах слияний и поглощений. Методы могут использоваться как самими участниками сделок, так и экспертами-аналитиками, в задачу которых входит содействие принятию обоснованных и легитимных решений.

РЫНОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Проблема выбора между легитимным и нелегитимным вариантом интеграции*

Н. Е. ЕГОРОВА,

доктор экономических наук,

Центральный экономико-математический институт РАН,
Москва

Сделки по слиянию и поглощению являются одним из наиболее эффективных и востребованных в мире инструментов интеграции бизнеса. По данным Bloomberg, в 2006 г. мировой рынок слияний и поглощений оценивался в 3,1 трлн дол.

Характеристика российского рынка слияний и поглощений

Несмотря на быстрые темпы роста, доля России на мировом рынке слияний и поглощений пока очень низка и колеблется в диапазоне от 1,27% до 1,67%. За 2005 г. в России осуществлено 1365 сделок на общую сумму 59,1 млрд дол.¹ (9,5% от ВВП), что более чем вдвое превышает стоимостной объем российского рынка предыдущего года.

* Работа выполнена при поддержке гранта РГНФ, проект № 07-02-00144.

¹ По данным Mergers.ru



По количественным показателям (стоимостной объем, отношение общей стоимости сделок к ВВП и др.) российский рынок отстает от стран с сопоставимыми объемами ВВП.

Еще большее отставание российского рынка слияний и поглощений наблюдается по качественным показателям, о чем свидетельствует доля, приходящаяся на корпоративные войны и враждебные поглощения (12–15%).

Корпоративными конфликтами охвачены все значимые отрасли российской экономики. Масштабы этого охвата – впечатляющи², если учесть скрытые конфликты, а также сделки, малые по стоимости, но многочисленные по числу участвующих в них предприятий. На рынке слияний и поглощений присутствуют особые специалисты – рейдеры, осуществляющие силовой захват предприятий.

Мотивы столичных слияний и поглощений и парадокс мегаполиса

Активная разработка и быстрое распространение новых технологий захвата, имеющих внешне законную форму, несовершенство законодательных норм регулирования этого рынка, присутствие на нем значительного коррупционного ресурса и т. д. – все это отчетливые индикаторы нецивилизованных форм предпринимательства на столичном рынке поглощений.

Столичный рынок отличают высокая активность интеграционных процессов и большое число и стоимостные объемы сделок слияний и поглощений. Особенность рынка – его агрессивность: приблизительно треть всех сделок – враждебные. В Москве происходит в среднем свыше 100 недружественных поглощений и захватов в год³.

Другая характеристика рынка – это мотивы сделок и результаты их реализации. Анализ показывает, что мотивацией

² По данным экспертов Российского союза промышленности и предпринимателей, в 2005 г. в России было возбуждено 346 уголовных дел по силовым захватам и недружественным поглощениям.

³ Пик враждебных слияний и поглощений приходился на 2004 г. – 177 случаев, 2005 г. – 117, первое полугодие 2006 г. – 55. Источник: Российская газета. 2006. № 178.

служит не повышение эффективности предприятий-участников сделки и не получение синергии (чем, собственно, и должны сопровождаться процессы слияний и поглощений), а владение столичной недвижимостью, цены на которую в результате повышенного спроса поднялись до невероятной высоты и продолжают расти. Сложившаяся ситуация привела к появлению парадокса мегаполиса: стоимость приобретения бизнеса с недвижимостью меньше, чем стоимость приобретения аналогичной недвижимости, но без бизнеса.

Парадокс легко разрешается, если учесть, что производственная структура, ставшая объектом враждебной сделки, предназначается для целей коммерческой аренды, дающей несопоставимо высокие (по сравнению с производственной деятельностью) доходы, и для реализации этих целей новому собственнику необходимо произвести соответствующие затраты по ликвидации имеющегося бизнеса (зачастую – вполне доходного). Именно поэтому вместе с повышением цен на недвижимость и ростом числа сделок с ней в Москве начал сокращаться промышленный бизнес, стали закрываться рентабельные предприятия.

Не вдаваясь в детали данного феномена⁴, отмечу главное: он демонстрирует «фиаско рынка», поскольку ограниченные возможности его «невидимой руки» не позволяют эффективно регулировать интеграционные процессы на благо общества. Сам феномен является следствием действия рыночных законов, и в частности, результатом несовпадения бухгалтерской и экономической прибыли, учитывающей альтернативные издержки⁵.

Пример. В 2003 г. после скупки акций фабрики Петра Алексеева (процесс осуществлялся в правовом поле) новый собственник принял решение закрыть предприятие, а на его месте построить элитное жилье или офисный центр. При этом более 1000 человек могли оказаться безработными, а для города это означало бы сокращение числа рабочих мест, уменьшение налогооблагаемой базы столичного бюджета (более 40% которого идет на соци-

⁴ Более подробное описание данного парадокса см.: *Егорова Н. Е., Котляр Э. А.* Особенности и парадоксы столичного рынка слияний и поглощений предприятий // *Экономика и управление собственностью.* 2006. № 2.

⁵ *Мэнкью Н. Г.* Принципы экономикс. СПб: Питер, 2007.

альные нужды) и в итоге – являлось бы деструктивным фактором для реального сектора городской экономики.

Факты. В Москве (особенно в центре и на магистральных улицах) стал нарушаться принцип комплексной застройки: исчезли небольшие булочные, химчистки и другие предприятия сферы обслуживания, находящиеся в «шаговой» доступности от горожан. Все они были поглощены или вытеснены крупными торговыми предприятиями, рентабельными магазинами с узкой специализацией и высокими ценами.

Получается, совершенные сделки слияний и поглощений (даже если они в правовом отношении обоснованы) по своей сути недружественны не только для собственников интегрированных предприятий, но и для общества в целом, так как их результаты не соответствуют целям общественного развития, наносят ущерб промышленным отраслям столицы.

Московские власти сформулировали стратегию регулирования столичного рынка слияний и поглощений, суть которой в следующем: интересы участников экономической деятельности, работающих на едином экономическом пространстве столицы, не должны вступать в противоречие с вектором социально-экономического развития города. Был принят ряд нормативных актов, в частности, законы о земле (2004 г.), «Об особенностях использования земельных участков в целях сохранения промышленного потенциала города Москвы». Основное назначение этих законодательных нововведений в том, чтобы новые собственники предприятий соблюдали определенные процедуры при осуществлении сделок слияний и поглощений: в одних случаях можно передислоцировать производство, трудоустроив людей; в других, если свернуть производство нельзя, – можно поменять его профиль. В любом случае новый собственник должен нести дополнительные затраты, тем или иным способом участвовать в городских программах по трудоустройству, рациональному размещению промышленности, не наносить ущерб экологии и т. д.

Особенно опасным было признано рейдерство (силовой захват предприятий) – этот вид деятельности приравнен к экономическому терроризму. В нем не только содержится криминальная составляющая, рейдерство «эгоистично» по

своей природе. Цель этих сделок – в получении компанией-рейдером максимальной сиюминутной выгоды. Это особый бизнес, позволяющий извлекать огромные сверхприбыли.

В дружественной сделке ситуация принципиально иная: наличие стадии переговоров предоставляет сторонам сделки потенциальную возможность поставить вопрос о социальной ответственности бизнеса за последствия прогнозируемой сделки. На пресечение рейдерства в Москве направлен ряд ограничительных мер, в частности, создано специализированное Управление по экономической безопасности города Москвы. В том же русле осуществляется деятельность УБЭП ГУВД и Департамента экономической безопасности ФСБ. Появились также частные организации и консультирующие фирмы, разрабатывающие стратегию защиты московских предприятий от рейдеров. В результате число враждебных захватов в столице начало сокращаться, хотя бы внешне они стали приобретать законную форму. Но рейдерство, уходя из столицы, устремилось в регионы.

Еще никому и никогда не удавалось решить проблему административно-запретительными мерами. Для улучшения положения на рынке слияний и поглощений следует применять экономические методы регулирования, внедрять в предпринимательскую деятельность соответствующие институциональные нормы и экономические механизмы, ориентированные на достижение общественной полезности, экономической справедливости, социальной ответственности бизнеса. То есть развивать легитимность.

Кому нужна легитимность

Легитимность⁶ часто отождествляется с легальностью, законностью. Однако это не совсем точная и слишком узкая трактовка⁷. Чаше используется более широкое толкова-

⁶ От латинского *legitimus* – законный.

⁷ В правоведении легитимность противопоставляется легальности (собственно законности) как категория, обладающая не юридической, а моральной функцией оправдания какого-либо лица или действия. Образец легитимного, но не отвечающего легальным нормам поведения демонстрирует герой Михаила Ульянова в кинофильме «Ворошиловский стрелок».

ние – общественное признание или соответствие какого-либо действия, порядка и т. д. институциональным нормам (как формальным – законам, так и неформальным – социальным практикам). Одним из первых термин «легитимность» в значении общественного признания ввел в употребление М. Вебер. Он считал легитимность таким ориентиром деятельности людей, согласно которому «всеобщее признание социального порядка» признается отдельными индивидами и ориентирует их реальное поведение. В экономическом контексте «всеобщее признание социального порядка» неразрывно с понятием общественного блага, общественной полезности – критерием, хотя и нечетко определяемым, но значимым для процедур принятия экономических решений.

Легитимное поведение экономических агентов необходимо прежде всего обществу, а затем, через экономические механизмы, содействующие поддержанию и сохранению этого общества, и самим членам общества, отдельным его хозяйствующим ячейкам. Развитая рыночная экономика такова, что экономическим агентам (в том числе предприятиям) действовать нелегитимно – невыгодно во всех отношениях: сугубо прагматических, правовых, нравственно-этических и т. д. и т. п.

Поскольку демократическое государство – это проводник общественных интересов в гражданском обществе, оно должно участвовать в формировании таких общественных норм и институтов, которые содействуют легитимному поведению экономических агентов на рынке. Эти институты обеспечивают его регулирование в тех случаях, когда «фиаско» рынка становится очевидным, и обществу наносится заметный ущерб. К числу основных направлений деятельности государства в этой сфере относятся совершенствование законодательства, непосредственное участие в том бизнесе, где наиболее важно соблюдение общественных интересов, создание экономических механизмов для реализации легитимных форм ведения бизнеса и содействие развитию идеологии цивилизованного рынка.

Инструменты достижения легитимности и особенности их использования в сделках слияний и поглощений

Вопрос, каким образом обеспечиваются условия для легитимного поведения предприятий на рынке слияний и поглощений и какими должны быть конкретные инструменты реализации легитимности, представляется не только теоретическим.

Можно указать, по крайней мере, четыре очевидных сложности при практическом решении рассматриваемой проблемы.

□ **Нечеткость критерия общественной полезности, достигаемой в результате слияний и поглощений.** Разумеется, всем известно, что нехорошо ущемлять интересы социально незащищенных групп населения, наносить вред природе, разрушать востребованную обществом и рентабельную промышленность и т. д. А как определить размер ущерба в результате нелегитимной сделки, как найти меру измерения «хорошего» и «плохого»?

□ **Субъективность оценки результатов сделки слияний и поглощений.** Индивидуалистические решения обычно определяются принадлежностью участников сделки к той или иной референтной группе. Что представляется правильным, справедливым и легитимным одним, в глазах других выглядит совсем иначе. Криминальные «братки» при осуществлении сделки пользуются «золотым правилом» рейдерства: «Предприятие стоит столько, сколько стоит его захватить».

К такой же субъективной «экономической справедливости» стремятся те инвесторы, которые для обоснования цены сделки слияний и поглощений используют конфиденциальную информацию о нелегитимных способах приобретения предприятия в прошлом. Так, если собственник предприятия приобрел его в период ваучерной приватизации за бесценок, то, по мнению инвесторов, о которых идет речь, будет «экономически справедливо» поделиться своим доходом и продать предприятие по цене, вдвое меньшей его реаль-

ной рыночной стоимости. Делая такое предложение владельцу (от которого он, естественно, «не может отказаться», так как рискует потерять все), наш инвестор по сути продолжает цепочку нелегитимных сделок. Такие сделки, внешне дружественные, а по сути – враждебные, у нас не редкость как в сфере малого и среднего бизнеса, так и с участием крупных компаний. По данным П. Хлебникова, часть промышленных гигантов («Газпром», РАО «ЕЭС России», «ЛУКОЙЛ», «Ростелеком», «Юганскнефтегаз», «Сургут-нефть») были проданы на ваучерных аукционах в 20 раз дешевле их рыночной стоимости⁸.

Немалый вклад в легитимизацию сделок может внести институт медиации, особенно в случае имеющегося конфликта интересов.

Медиация – это способ разрешения корпоративных конфликтов путем проведения переговоров с участием посредника (медиатора), который помогает конфликтующим сторонам урегулировать взаимные разногласия и прийти к решению, которое устраивало бы всех участников.

За рубежом при экономических конфликтах к медиации прибегают уже более 10 лет. Для России институт медиации достаточно нов. Медиаторы выполняют важную роль в сделках слияний и поглощений, их задача состоит в разработке условий и процедур, ведущих к компромиссу, с тем, чтобы сделка состоялась (как правило, без обременительных судебных издержек и с максимальным учетом правовых и социальных норм).

□ **Разрыв между законодательством и реалиями жизни.** Законодательство не может охватить всего многообразия реальных отношений людей и взаимодействующих экономических объектов. Всегда есть «пробелы», оставляющие вне правового регулирования те или иные стороны хозяйственной деятельности или виды экономических отношений. Все, что не запрещено, – разрешено, и этой свободой можно воспользоваться для реализации индивидуальных корыстных интересов в ущерб интересам общества в

⁸ Бушков А. Хроника мутного времени. М.: Олма-Пресс, 2006.

целом. То есть, находясь в правовом поле, действуя вполне легально. Особенно значителен разрыв между легальностью и легитимностью в период становления рынка, когда законодательство проходит фазу формирования. В ряде случаев нормативные акты лоббируются в интересах влиятельных лиц или группировок для того, чтобы сознательно вывести некоторые аспекты рыночных отношений из сферы правового регулирования.

Несовершенство законодательства в сфере слияний и поглощений, как уже говорилось, оборачивается значительным экономическим ущербом для общества в целом.

□ **Государственное присутствие на рынке слияний и поглощений** выражается не только в экономическом регулировании рассматриваемого рынка и создании соответствующих экономических механизмов. Государство может быть и часто фактически является непосредственным и полноправным участником сделки слияний и поглощений. Такая форма присутствия на этом рынке ведет к формированию государственного сектора в экономике, к развитию экономики смешанного типа на основе сочетания государственного и частного капитала.

В 2005–2007 гг. тенденция непосредственного участия государства в сделках слияний и поглощений в ключевых отраслях российской экономики становится все отчетливее. Об этом свидетельствуют следующие примеры.

Существенное укрепление государственных позиций в нефтяном бизнесе произошло в результате приобретения государством основной части добывающих активов у частной компании «Юганскнефтегаз» и передачи их государственной компании «Роснефть». Государство получило также блокирующий пакет акций «Газпрома», вернув сданные ранее в трастовое управление 35% акций, обеспечив себе контроль за газовым сектором рынка углеводородного сырья. Используя затем «Газпром» как полномочного представителя своих интересов на этом рынке, государство выкупило у консорциума «Сахалин Энерджи» (состоящего из Shell, «Мицуи» и «Мицубиси») часть его акций, достаточ-

ную для получения блокирующего пакета акций. Аналогичные сделки осуществляются и в других отраслях. Так, государство в лице Рособоронпрома выкупило автозавод в Тольятти, и такого рода примеров можно найти немало.

Предпочтение легитимности: диаграмма влияния и дерево принятия решений

К числу важнейших инструментов, содействующих легитимизации рынка слияний и поглощений, относятся соответствующие экономические механизмы (штрафы, льготы, поощрения и т. д.), при которых общественные интересы соответствуют интересам отдельных экономических агентов. Иначе говоря, если общество стремится к легитимному поведению хозяйствующих структур на рассматриваемом рынке, необходима их экономическая заинтересованность в предпочтении легитимных сделок слияний и поглощений в рамках рационального выбора различных альтернатив. Это особенно важно, когда социальные и правовые институты рынка не окончательно сформированы.

Проиллюстрируем сказанное решением задачи, возникающей на заключительном этапе сделки, после того как вопросы ее экономической целесообразности решены и подтверждены соответствующим синергическим эффектом. Пример приближен к реальным событиям, происходящим на российском рынке слияний и поглощений⁹. Конкретным видом сделки является поглощение одного акционерного общества другим; рассматриваемые альтернативы – легитимные и нелегитимные способы приобретения и скупки акций.

В качестве экономико-математического инструментария использованы диаграмма влияния (анализ основных взаимосвязей задачи) и дерево решений (анализ соотношений «риск – доходность» по альтернативным вариантам развития событий); они приняты в одном из направлений эконо-

⁹ Молотников А. Е. Слияния и поглощения: российский опыт. М.: Вершина, 2006.

мико-математического моделирования, называемого decision analysis¹⁰. Относительно несложные в математическом отношении и не требующие специальной математической подготовки, эти методы могут применяться широким кругом пользователей. Последним для решения задачи потребуется сформировать множество возможных альтернатив развития событий, приближенно оценить (или рассчитать) соответствующие им экономические показатели (доходы или затраты) и задать субъективные вероятности реализации данных альтернатив. Далее оценка ситуации может осуществляться либо с использованием соответствующих пакетов прикладных программ, либо (в относительно простых задачах) производиться на основе здравого экономического смысла.

В табл. 1 представлены исходные условия рассматриваемой задачи, а на рисунке изображены соответствующие им диаграмма влияния и дерево решения. В качестве экономического критерия оценки последствий альтернатив в данном случае используются затраты на их реализацию; в качестве общей меры риска легитимного и нелегитимного варианта – среднеквадратическое отклонение.

Решение данной задачи проясняет, что в сложившихся условиях нелегитимный вариант существенно менее затратен, именно это делает его привлекательным в глазах инвестора, придерживающегося чисто прагматической точки зрения. Но такой способ является и существенно более рискованным, о чем свидетельствует показатель меры риска, на порядок превышающий аналогичный индикатор для легитимного способа. Таким образом, в целом ситуация мо-

¹⁰ Decision analysis (анализ решений) – методы, основанные на сочетании экспертных оценок вероятности осуществления событий и относительно несложных расчетов доходов (затрат), сопровождающих эти события. Используются в слабоструктурированных задачах с наличием фактора неопределенности и риска (Дубров А. М., Лагоша Б. А., Хрусталева Е. Ю., Барановская Т. П. Моделирование рискованных ситуаций в экономике и бизнесе. М.: Финансы и статистика, 2001). Значительное развитие получили в середине прошлого века в США, где была разработана серия ППП, поддерживающих эти методы: программа @Risk, язык DPL и др. Oliver R. M., Smith J. Q. Influence Diagrams, Belief Nets and Decision Analysis / Proceedings of International conference, 1988, Berkeley. New York: Wiley, 1989.

жет быть охарактеризована как неоднозначная для принятия решения: выбор между легитимным и нелегитимным вариантами зависит от склонности лица, принимающего решение, к риску. Российские инвесторы обычно этим качеством обладают с лихвой, в связи с чем главный для них – затратный критерий. Жизнь показывает, что в сложившихся условиях большинство из них выбирает низкозатратный нелегитимный вариант.

Таблица 1

**Условия задачи:
характеристика способов поглощения**

Вариант I. Легитимный способ	Вариант II. Нелегитимный способ
<p>В процессе скупки акций возможны три ситуации:</p> <p>1) все акции куплены по прогнозируемой цене, сложившейся к моменту поглощения (вероятность P_1, затраты S_1);</p> <p>2) куплено 3/4 акций по фиксированной цене; 1/4 акций куплена по повышенной цене (вероятность P_2, затраты S_2);</p> <p>3) осуществлена выплата «золотых парашютов» менеджером в размере $0,02S_1$ в качестве компенсации за их потери в связи с реорганизацией компании-цели (вероятность P_3, затраты S_3); при этом $P_1 + P_2 + P_3 = 1$.</p> <p>Вторая ситуация детализирована в зависимости от уровня повышения цены:</p> <p>на 20% (вероятность q_1); на 30% (вероятность q_2); на 40% (вероятность q_3), при этом $q_1 + q_2 + q_3 = 1$.</p> <p>Вероятности: $P_1 = 0,3; P_2 = 0,5; P_3 = 0,2$ $q_1 = 0,3; q_2 = 0,4; q_3 = 0,3$ Затраты $S_1 = 70$ млрд дол.</p>	<p>Имеются альтернативы:</p> <p>1) «штатная», требующая по прогнозным оценкам $k_1 S_1$ затрат (вероятность R_1, затраты Z_1);</p> <p>2) штрафы, по экспертным оценкам, составляющие величину $k_2 S_2$ (вероятность R_2, затраты Z_2);</p> <p>3) судебное разбирательство (вероятность R_3, затраты Z_3); $R_1 + R_2 + R_3 = 1$.</p> <p>Третья ситуация имеет два возможных исхода:</p> <p>а) достаточно короткий судебный процесс, требующий издержек $\omega_1 S_1$ (вероятность V_1);</p> <p>б) длительный судебный процесс, требующий значительных издержек, а также препятствующий получению синергического эффекта (оценка затрат $\omega_2 S_1$, причем $\omega_2 > \omega_1$, вероятность V_2); $V_1 + V_2 = 1$.</p> <p>Вероятности: $R_1 = 0,3; R_2 = 0,3;$ $R_3 = 0,4$ $V_1 = 0,3; V_2 = 0,7$</p> <p>Коэффициенты: $k_1 = 0,3; k_2 = 0,13;$ $\omega_1 = 0,2; \omega_2 = 0,141$</p>

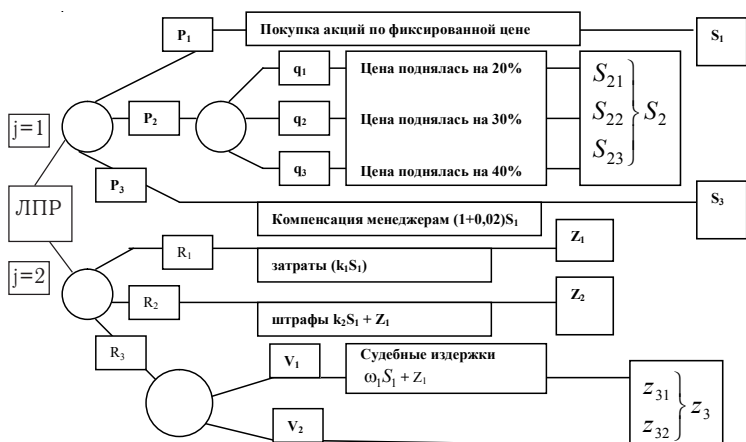
Очевидно, что условием предпочтительности легитимного варианта является относительное снижение уровня затрат на его реализацию при сохранении невысокой меры риска, и наоборот, повышение затрат и уровня рынка для нелегитимного варианта. Отсюда следует, что для реализации предпочтения легитимности могут быть выбраны три стратегии:

- для предприятия-поглотителя – снижение затрат на выкуп акций (по возможности без повышения их цены) и уменьшение размера компенсаций для менеджеров предприятия-цели;
- для органов регулирования рынка слияний и поглощений – увеличение штрафных санкций, ужесточение законодательных норм;
- для общества в целом – развитие и внедрение норм цивилизованного рынка.

Применение методов decision analysis для решения задач выбора способа поглощения:



а. Диаграмма влияния: факторы, влияющие на затраты по реализации способов j = 1 (легитимный), j = 2 (нелегитимный);



б. Дерево решений

В табл. 2 в качестве примера представлено два варианта, ориентированных на предпочтение легитимности. Один из них (случай I) предполагает повышение штрафных санкций за нарушение правовых норм, регламентирующих сделки слияний и поглощений, другой (случай II) – отражает реакцию экономических агентов на нелегитимное поведение предприятия. Все исходные данные совпадают с исходным нелегитимным вариантом, кроме значений коэффициентов, характеризующих размер штрафных санкций и судебных издержек, которые выше, чем в исходном варианте, а также альтернативных затрат в связи с разрывом контрактных отношений.

Расчеты показывают, что в первом случае затраты, связанные с реализацией нелегитимного и легитимного вариантов, приблизительно одинаковы, но мера риска по нелегитимному варианту оказалась в новых условиях более высокой. То есть реализация нелегитимного способа поглощения в условиях ужесточения штрафных санкций невыгодна для предприятия-поглотителя (ввиду высоких рисков при равных затратах), и выбор будет сделан в пользу легитимного варианта.

Решение задачи: сопоставление способов поглощения

Вариант I. Легитимный способ, $j = 1$			Вариант II. Нелегитимный способ, $j = 2$		
События	Затраты, млрд дол.	Вероятности	События	Затраты, млрд дол.	Ожидаемые затраты, млрд дол.
Акции по фиксированной цене (S_1)	70,00	0,3	Штатная ситуация (Z_1)	21,0	6,30
0,25 акций по повышенной цене (S_2):			Наличие штрафов (Z_2)	30,1	9,03
■ на 20%	73,50	0,3 → 0,15	Судебные иски (Z_3):		
■ на 30%	75,25	0,5 } 0,4 → 0,2	■ краткосрочные 35,0		
■ на 40%	77,00	0,3 → 0,15	■ долгосрочные 119,7		
Компенсации – 2% (S_3)	71,40	0,2			
ИТОГО:			ИТОГО:		
Мера риска			Мера риска		
			≈ 2,60		
			72,90		
			53,05		
			≈ 20,65		

Случай II характеризует еще один фактор, влияющий на предпочтение легитимности, однако слабо представленный в российских условиях (и потому не отраженный на рисунке). Этот фактор – интенсивность проявления на рынке слияний и поглощений неформальных институциональных норм. Если нелегитимные действия предприятия-поглотителя приведут к ухудшению его репутации, если предприятия, являющиеся его потенциальными партнерами, разорвут договоры и не будут заключать с ним новых контрактов (подвергнут его остракизму как партнера, не соблюдающего принятые нормы ведения бизнеса), у фирмы возникнут серьезные альтернативные убытки.

В этом случае проявляется «поведенческий» механизм, действующий как отрицательная обратная связь, как реакция рынка на нелегитимность. Из табл. 2 следует, что ожидаемые затраты по варианту II выше, чем по легитимному. Существенно выше и мера риска. Таким образом, легитимный вариант предпочтительнее.

Приведенные в статье расчеты свидетельствуют, что в российских условиях предпочтительнее нелегитимные формы сделок, поскольку характеризуются относительно меньшими затратами. Однако изменение внешней среды функционирования предприятий (повышение штрафных санкций, альтернативные убытки от нарушения соответствующих институциональных норм) способно изменить сложившуюся систему предпочтений и побудить к выбору легитимного варианта.