Аналитическая статья

УДК 334.758.2+339.137.025
DOI 10.37468/2307-1400-2026-2-48-62

Корпоративное рейдерство и регулирование рынка слияний и поглощений: эффекты мягких бюджетных ограничений и институционализации

Зайцев Владислав Олегович[1]
Челак Светлана Васильевна[1]

[1] *Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия*

Аннотация
Исследование посвящено влиянию корпоративного рейдерства на рынок слияний и поглощений и на систему его регулирования. Цель работы заключалась в выявлении эффектов, через которые рейдерство воздействует на рынок и на регулятора, и обосновании мер по их корректировке. Рассмотрены системы регулирования рынка корпоративного контроля в США, ЕС и России. Показано, что ключевым инструментом регулирования является предварительная проверка сделок уполномоченным органом, которая нацелена на защиту конкуренции и сам уязвим для влияния крупных участников рынка. На основе анализа критериев рейдерского захвата предложено определение рейдерства, в котором ключевым признаком выступает участие агента принуждения, а незаконность действий не является обязательной. Сравнительный анализ периодов интенсификации рейдерства в США, России и постсоциалистических странах Центральной и Восточной Европы позволил выделить два эффекта: положительную обратную связь от использования мягких бюджетных ограничений и институционализацию рейдерства как механизма перераспределения собственности. Оба эффекта могут оставаться латентными и затрагивать сам регулирующий орган. Предложены меры по защите регулятора от захвата (ротация кадров, ретроспективная оценка решений по сделкам, рейтинг доверия экспертов), поэтапный вывод рыночной функции рейдерства в правовое поле, структурированный диалог с крупными участниками рынка и защищенный канал анонимных сообщений о нарушениях.

Ключевые слова: корпоративный контроль, корпоративное рейдерство, рынок слияний и поглощений, регулирование, мягкие бюджетные ограничения, институционализация рейдерства, недружественные поглощения.

Введение

Рынок слияний и поглощений (далее – M&A, mergers and acquisitions) занимает в экономике особое место: объектом сделки на нем становится сам хозяйствующий субъект. Компании, которые в экономической теории и в праве выступают субъектами (заключают договоры, приобретают права, несут обязательства и ответственность), здесь сами переходят из рук в руки на национальных и трансграничном рынках. Поэтому сделки M&A меняют не только структуру собственности отдельных фирм, но и структуру отраслевых рынков, налоговые отношения компаний с государством, а через изменение цен и сетевые эффекты – положение потребителей. По существу, на этом рынке перераспределяется рыночная власть, и это определяет институциональную значимость его регулирования.

Рыночная власть может конвертироваться в политическую. Участники рынка корпоративного контроля, ориентированные на экспансию любой ценой, способны лоббировать выгодные им нормы, продвигать подконтрольных лиц в судебные, правоохранительные, надзорные и законодательные органы и тем самым влиять на само регулирование. Острее всего эта проблема проявляется в корпоративном рейдерстве, являющимся агрессивной формой смены корпоративного контроля, при которой сопротивление компании-цели преодолевается с помощью внешнего принуждения. Если регулирование рынка M&A не учитывает такого обратного влияния, оно рискует стать инструментом тех, кого должно ограничивать.

Цель статьи состоит в выявлении эффектов, через которые корпоративное рейдерство воздействует на рынок слияний и поглощений и на систему его регулирования, и обосновании мер по их корректировке. Для достижения цели решаются следующие задачи: уточнить понятия рынка корпоративного контроля и его регулирования; рассмотреть сложившиеся системы регулирования в США, ЕС и России; сформулировать определение корпоративного рейдерства на основе анализа его критериев; проанализировать периоды интенсификации рейдерства и выделить общие для них эффекты; разработать рекомендации для регулятора.

Методологически работа опирается на качественный историко-сравнительный анализ. Эпизоды роста рейдерской активности в США, России и постсоциалистических странах Центральной и Восточной Европы сопоставляются по единому набору признаков, а выделенные эффекты интерпретируются с позиций теории мягких бюджетных ограничений и институционального подхода. Новизна работы состоит в определении рейдерства через участие агента принуждения, а не через незаконность действий, и в выделении двух эффектов (положительной обратной связи от мягких бюджетных ограничений и институционализации рейдерства), которые затрагивают не только рынок, но и сам регулирующий орган.

1. Рынок корпоративного контроля и направления его регулирования

В исследовании рынок слияний и поглощений рассматривается как синоним рынка корпоративного контроля. Это рабочее допущение: начиная с работы Г. Манна [1], рынок корпоративного контроля понимают шире – как конкуренцию управленческих команд за право управлять активами компании, которая реализуется не только через слияния и поглощения, но и через борьбу за голоса акционеров. Для целей исследования существенно, что оба понятия описывают механизм, который согласует спрос и предложение на доли в компаниях, достаточные для смены контроля над ними (существенного изменения структуры владения), и формирует цену таких долей.

На рынке M&A заключаются сделки нескольких типов. При слиянии две или более компании объединяются в новое юридическое лицо. При поглощении одна компания приобретает контроль над другой. Это возможно двумя способами: через покупку контрольного пакета акций (долей), при которой компания-цель сохраняет юридическую самостоятельность, или через присоединение, при котором поглощаемая компания прекращает существование, а ее активы, права и обязательства переходят к поглощающей. Для анализа рейдерства важен прежде всего первый способ – смена контроля без реорганизации компании-цели. К рынку M&A относят также сделки по реорганизации в форме выделения и разделения. При выделении из материнской компании обособляется часть активов и капитала для создания новой организации, а сама материнская компания продолжает существовать. При разделении компания прекращает существование, а ее активы и обязательства распределяются между несколькими вновь созданными юридическими лицами.

Поглощения делятся на дружественные и недружественные (враждебные) по критерию согласованности с позицией менеджмента компании-цели. Если менеджмент согласен с поглощением на определенных условиях и содействует сделке, поглощение считается дружественным, в противном случае – недружественным. Этот критерий используется далее в определении рейдерства.

Регулирование рынка M&A – это деятельность уполномоченных государственных органов по упорядочению отношений в сфере корпоративного контроля в соответствии с целями, установленными государством. Прямое регулирование охватывает антимонопольное законодательство, корпоративное право (включая правила о тендерных предложениях и защите миноритарных акционеров), законодательство об организационно-правовых формах, процедуры предварительного одобрения сделок уполномоченным органом и их методическое обеспечение, а также создание и деятельность самого этого органа.

Существенное, хотя и косвенное, влияние на рынок оказывают еще четыре группы факторов:

- законодательство о банкротстве: в кризисной ситуации компания выбирает между сделкой по смене контроля и ликвидацией;
- налоговое законодательство: налоговые последствия и возможности налоговой оптимизации влияют на решение о сделке;
- государственные программы субсидирования: если смена контроля открывает доступ к бюджетному финансированию, привлекательность сделки возрастает;
- участие самого государства в сделках, которое ввиду асимметрии положения государства и компаний меняет поведение остальных участников.

Последние два особенно важны для дальнейшего анализа: именно через них рейдерство связано с мягкими бюджетными ограничениями.

2. Регулирование рынка корпоративного контроля

Наиболее развитые системы регулирования рынка корпоративного контроля сложились в США и ЕС. В каждой из них можно выделить два блока норм. Первый – контроль экономической концентрации, задача которого не допустить ограничения конкуренции. Второй – регулирование процедур поглощения, задача которого защитить акционеров и обеспечить прозрачность смены контроля. Для темы рейдерства непосредственно значим второй блок, однако первый важен тем, что формирует регулятора, через которого проходят крупные сделки.

2.1. США

Контроль концентрации в США основан на трех федеральных законах. Закон Шермана (1890) запрещает соглашения, ограничивающие торговлю, и монополизацию рынков. Закон Клейтона (1914) запрещает слияния и поглощения, которые могут существенно ослабить конкуренцию или привести к монополии, а также ряд практик – ценовую дискриминацию, связывающие соглашения, перекрестное членство одних и тех же лиц в советах директоров конкурирующих компаний; он наделяет Федеральную торговую комиссию полномочиями оценивать, ограничит ли сделка конкуренцию. Закон Харта-Скотта-(1976) обязывает участников крупных сделок заранее уведомлять Федеральную торговую комиссию и Министерство юстиции США и выжидать установленный срок, обычно 30 дней, до завершения сделки. В этот период регуляторы могут запросить дополнительную информацию и заблокировать сделку, если сочтут, что она приведет к существенному ослаблению конкуренции или монополизации рынка.

Процедуры поглощения регулирует прежде всего закон Уильямса (Williams Act, 1968), дополнивший федеральное законодательство о ценных бумагах. Он требует раскрывать информацию о приобретении пакета, превышающего 5% акций публичной компании, и устанавливает правила проведения тендерных предложений. Значительную роль играют законодательство штатов, прежде всего Делавэра, где зарегистрирована значительная часть крупных американских корпораций, и судебная практика, определяющая допустимость защитных мер менеджмента против враждебных поглощений. Ограничения на сделки накладывают также нормы о противодействии инсайдерской торговле и регулирование биржевой деятельности. Прецедентный характер права в сочетании с обширной практикой по корпоративным спорам обеспечивает детальное регулирование крупнейшего и наиболее сложного национального рынка M&A.

Отношение к недружественным поглощениям в США остается дискуссионным. Сторонники рассматривают их как механизм дисциплинирования менеджмента и вытеснения неэффективных управленческих команд [1, 2]. Противники указывают, что выигрыш акционеров при враждебном поглощении может достигаться за счет нарушения неявных договоренностей с работниками, поставщиками и другими заинтересованными сторонами [3], и считают такие сделки неприемлемыми по социальным и этическим соображениям.

2.2. Европейский союз

Регулирование в ЕС существенно отличается от американского. Больше внимания уделяется социальным последствиям сделок, сделки общеевропейского масштаба контролируются на наднациональном уровне, значимую роль играют коллизии национального и общеевропейского права, а контроль в целом жестче.

Основу контроля концентрации составляет Регламент Совета ЕС № 139/2004 от 20.01.2004 о контроле над концентрациями между предприятиями). Регламент относит к концентрации изменение контроля в результате слияния или поглощения и распространяется на концентрации общеевропейского масштаба, которые определяются по пороговым значениям оборота. Концентрация признается совместимой с общим рынком, если она существенно не препятствует эффективной конкуренции. При определении масштаба несколько сделок между одними и теми же лицами, совершенных в течение двух лет, могут рассматриваться как одна концентрация: тем самым учитываются сделки, которые по отдельности незначительны, но в совокупности существенно влияют на концентрацию. Участники обязаны уведомить Европейскую комиссию о предстоящей сделке. Комиссия сначала устанавливает, подпадает ли сделка под действие Регламента, а затем оценивает ее соответствие правилам конкуренции ЕС. Комиссия вправе проводить расследования, в том числе при содействии органов государств-членов и на основе обращений заинтересованных лиц.

Для темы рейдерства важно исключение, установленное ст. 3 Регламента: приобретение контроля лицом, уполномоченным по законодательству государства-члена в процедурах ликвидации, несостоятельности и аналогичных процедурах, не считается концентрацией. Тем самым смена контроля в рамках банкротства остается вне общеевропейского контроля, а банкротство, как показано в разделе 4, служит одним из основных инструментов рейдерских захватов.

Процедуры поглощения регулирует Директива 2004/25/ЕС Европейского парламента и Совета от 21.04.2004 о предложениях о поглощении. Она закрепляет принцип равного обращения с акционерами, правило обязательного предложения при приобретении контрольного пакета и нормы, ограничивающие защитные действия совета директоров компании-цели, причем часть этих норм государства-члены вправе не применять. Налоговую сторону сделок регулирует Директива Совета 2009/133/ЕС от 19.10.2009 об общей системе налогообложения реорганизаций с участием компаний разных государств-членов. Она устанавливает общую систему налогообложения слияний, разделений, частичных разделений, передачи активов и обмена акциями с участием компаний из разных государств-членов, а также переноса зарегистрированного офиса европейской компании (SE) или европейского кооперативного общества (SCE). В частности, при таких операциях не облагается налогом прирост капитала, возникающий как разница между реальной стоимостью передаваемых активов и их стоимостью для целей налогообложения. В целом практика ЕС менее терпима к враждебным поглощениям, чем американская, ввиду их возможных социальных последствий [4].

2.3. Россия

В российском праве также можно выделить оба блока. Контроль экономической концентрации осуществляет Федеральная антимонопольная служба на основании законодательства о защите конкуренции[1], которое требует предварительного согласования крупных сделок с акциями (долями) и имуществом. Приобретение крупных пакетов акций публичных акционерных обществ регулирует глава XI.1 закона об акционерных обществах[2], предусматривающая добровольное и обязательное предложения. Сделки иностранных инвесторов в отношении обществ, имеющих стратегическое значение, подлежат предваритель-

[1] Федеральный закон от 26.07.2006 № 135-ФЗ «О защите конкуренции»
[2] Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»

ному согласованию[3]. Против наиболее грубых форм рейдерства направлены нормы уголовного законодательства, введенные антирейдерскими поправками 2010 г.[4], в частности об ответственности за фальсификацию Единого государственного реестра юридических лиц и реестра владельцев ценных бумаг.

2.4. Предварительная проверка сделок и ее уязвимость

Общим для рассмотренных систем является ключевая роль предварительной проверки сделок уполномоченным органом («ручного контроля»). При такой проверке учитываются не только показатели отчетности участников, но и интересы связанных сторон, отрасль или отрасли, в которых совершается сделка, синергетические эффекты, способные повлиять на ценообразование, создание барьеров входа на рынок, что особенно важно для инновационных и технологических компаний [5], сложившиеся отношения между компаниями, структура рынка в целом, риски сделки и налоговые факторы [6]. В рамках анализа могут применяться такие методы как расчет индекса Хирша, применение метода WOFC (Дельфи) [7].

Вместе с тем «ручной контроль» нацелен на защиту конкуренции и не предназначен для выявления рейдерских захватов: сделка, не меняющая структуру рынка, может быть результатом принуждения, а смена контроля через процедуру банкротства может вовсе не попасть в поле зрения регулятора. Кроме того, сосредоточение полномочий в одном органе делает его привлекательной целью для участников рынка, стремящихся превратить экономическую власть в регуляторную. Эта уязвимость лежит в основе эффектов, рассматриваемых в разделе 5, и определяет направленность рекомендаций раздела 6.

3. Корпоративное рейдерство: критерии и определение

Чтобы определить корпоративное рейдерство, рассмотрим критерии рейдерского захвата, которые чаще всего выделяются в литературе, оценим их с позиций разных заинтересованных лиц и отберем необходимые и достаточные.

- **Цель.** Рейдер стремится установить постоянный корпоративный контроль, временный контроль для изъятия наиболее ценных активов либо ликвидировать компанию-цель. Критерий цели необходим и эвристически полезен: через цели захвата можно проследить связь рейдерства с другими экономическими и политическими процессами и в перспективе разработать методики количественной оценки его последствий для экономики и политической системы.
- **Попытка захвата.** Рейдерство – совокупность действий, направленных на захват, которые могут как достичь цели, так и не достичь ее. Отсюда следует, что неудавшиеся захваты не отражаются в статистике рынка M&A, и данные о завершенных сделках систематически занижают масштаб явления. Рейдерство начинается с момента, когда предприняты действия, направленные на недружественное поглощение. Этот критерий фиксирует начальную точку и объективную сторону явления.
- **Фактический контроль как предмет интереса.** Если цель описывает, что рейдер намерен сделать с компанией, то этот критерий указывает, на что направлены его действия, – на фактический контроль над деятельностью компании-цели. Критерий отграничивает рейдерство от других способов извлечения выгоды из неподконтрольных организаций и относит его к сфере корпоративного контроля, отношения в которой складываются как в формальном, так и в неформальном сегменте рынка.
- **Негосударственный характер компании-цели.** Компания-цель не находится полностью в государственной собственности, хотя может иметь государственную долю, ко-

[3] Федеральный закон от 29.04.2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства»

[4] Федеральный закон от 01.07.2010 № 147-ФЗ «О внесении изменений в Уголовный кодекс Российской Федерации и статью 151 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации»

торая сама может стать объектом захвата. По этому критерию рейдерство отграничивается от приватизации: у этих явлений разные предпосылки, и они порождают разные последствия.

- **Незаконный, криминальный характер.** Этот критерий часто считают определяющим, однако он не является ни необходимым, ни значимым. Рейдер стремится к успешному исходу и рассматривает возможные юридические последствия как издержки, которые он минимизирует: маскирует противоправный характер действий, использует пробелы в законодательстве либо действует строго в рамках закона, если иные методы не требуются. Менеджмент компании-цели, для которого захват представляет экзистенциальную угрозу, будет оспаривать его законность, и исход спора зависит не столько от фактической законности действий, сколько от способности сторон использовать институты правосудия в своих интересах. Главным является то, что последствия рейдерства не зависят от того, нарушил ли рейдер закон – рабочие места сокращаются, компании распродаются по частям, долгосрочные инвестиции снижаются, нерентабельные активы ликвидируются, захваты используются в политических целях [8]. Кроме того, граница законности различается между юрисдикциями и меняется во времени: одни и те же действия могут быть допустимы в одной стране или в один период и квалифицироваться как преступление в другой стране или после изменения законодательства.
- **Недобросовестный характер.** Многие исследователи подчеркивают, что действия рейдеров не учитывают интересы заинтересованных сторон, а часто прямо им противоречат. Как правило, рейдер использует неудовлетворенность акционеров, тогда как интересы работников, кредиторов и местных сообществ остаются неучтенными. Это позволяет рассматривать недобросовестность как типичный признак рейдерства. Однако обобщение всей практики рейдерских захватов как недобросовестной недостаточно обосновано, а требование учитывать интересы всех заинтересованных сторон само по себе дискуссионно. Поэтому недобросовестность включается в определение как характерный, но не обязательный признак.
- **Участие агента принуждения.** Установление контроля над компанией требует гарантий того, что операции рейдера будут исполнены. Такие гарантии обеспечивает агент принуждения. Им могут быть законные государственные и частные силовые структуры, незаконные силовые группы, носитель административного ресурса, судья, вынесший решение в пользу захватчиков, реестродержатель, внесший изменения в реестр. Роль агента принуждения состоит в том, чтобы превратить спекулятивную и бюрократическую по своей природе деятельность в обеспеченный юридический и силовой контроль над компанией-целью. Этот подход близок к понятию силового предпринимательства, разработанному В. В. Волковым [9]. Именно участие агента принуждения отличает рейдерство от обычного враждебного поглощения, при котором контроль переходит в результате добровольных сделок акционеров.

С учетом изложенного под корпоративным рейдерством понимается осуществляемая при участии агента принуждения и не согласованная с менеджментом компании-цели попытка поглощения негосударственной компании или приобретения доли в ней с целью установления контроля над ее деятельностью либо ее банкротства. Рейдерство может быть незаконным, формально законным или основанным на использовании пробелов в законодательстве. В большинстве случаев оно носит недобросовестный характер, то есть противоречит интересам групп, заинтересованных в деятельности организации.

4. Периоды интенсификации рейдерства

Для выявления эффектов, возникающих в связи с рейдерством, рассмотрим периоды его наиболее интенсивного роста. Эпизоды подобраны так, чтобы различаться по институциональному контексту – от развитого рынка капитала в США до переходных экономик России и стран Центральной и Восточной Европы. Это позволяет выделить эффекты, которые проявляются в разных условиях, а не только в одной национальной среде.

4.1. США, конец XIX – начало XX в.

Термин «рейдерство» применяется к этому периоду условно: речь идет о практиках, которые соответствуют признакам предложенного определения, хотя современники их так не называли. Предпосылкой стало бурное железнодорожное строительство. Для него привлекались частные компании, которые правительства штатов поддерживали субсидиями и квалифицированными кадрами, в том числе из Инженерного корпуса армии США. Со временем участились случаи искусственного удлинения субсидируемых маршрутов и завышения цен. Компании также привлекали средства путем выпуска акций. В конце XIX в. часть крупных промышленников, впоследствии прозванных «баронами-разбойниками», расширяла свои компании за счет захватов железных дорог и зависящих от них предприятий. Инструментом было манипулирование тарифами на перевозку грузов (нефти, железа и др.) – через сговор с владельцами дорог или через установление тарифов на собственных участках. Результатом стали концентрация бизнеса и монополизация рынков. Реакцией государства стали создание Межштатной торговой комиссии (1887), направленное прежде всего против тарифной дискриминации, и принятие закона Шермана (1890).

Эпизод показывает связку, существенную для дальнейшего анализа: доступ к государственной поддержке создавал ресурсы и стимулы для захватов, а захваты усиливали рыночную власть их инициаторов.

4.2. США, 1980-е гг.

В конце 1970-х – начале 1980-х гг. крупнейшие американские банки ориентировались на ценные бумаги с высоким инвестиционным рейтингом, и высокорисковые ценные бумаги оказались недооценены. В то же время многие крупные компании финансировались преимущественно за счет собственных средств, стоимость которых была значительно выше стоимости заемного финансирования.

Основным механизмом захватов стал выкуп с финансовым рычагом (LBO, leveraged buyout) – сделка по приобретению компании, финансируемая преимущественно за счет заемных средств; в случае враждебного поглощения она, как правило, проводилась через тендерное предложение на обыкновенные акции компании-цели [10]. Для финансирования LBO использовались «мусорные» облигации – высокодоходные облигации с кредитным рейтингом BB и ниже либо без рейтинга, которые несут повышенный риск дефолта и потому предлагают инвесторам более высокую доходность. Выявив недооцененность таких бумаг, Майкл Милкен, инвестиционный банкир Drexel Burnham Lambert, создал на их основе новый тип высокодоходного долга для финансирования поглощений. Рейдеры создавали компанию, которая выпускала не обеспеченные активами облигации; их размещал Drexel. Долг погашался за счет будущих денежных потоков компании-цели, а прибыль рейдеров складывалась из разницы между стоимостью компании при прежней политике руководства и ее более высокой стоимостью после реструктуризации активов [11].

Чтобы привлечь еще больше средств, Drexel разработал особый инструмент – письмо о высокой степени уверенности (highly confident letter), в котором банк заверял кредиторов в своей способности своевременно привлечь средства для выполнения обязательств рейдера [12]. Тем самым Drexel мог брать на себя обязательства, не имея собранных средств, выступая фактически гарантом размещения долга. Банк играл ключевую роль на рынке LBO и к 1987 г. контролировал около 60% рынка высокодоходных облигаций. К 1988 г. посредством LBO было перераспределено 19,82% активов 400 крупнейших компаний США [13, 14]. В конечном счете ресурсы, на которые были нацелены рейдеры, оказались исчерпаны.

Этот эпизод является пограничным по отношению к предложенному определению: агент принуждения в нем выражен слабо, поскольку контроль переходил главным образом через добровольную продажу акций. Он включен в анализ потому, что наглядно показывает две особенности. Во-первых, захваты становятся профессией и отраслью со специализирован-

ными посредниками и собственными финансовыми инструментами. Во-вторых, финансирование захватов не зависит от собственного капитала рейдера, а часть рисков перекладывается на третьих лиц. В отличие от других эпизодов, финансирование здесь было частным, поэтому эффект мягких бюджетных ограничений этот случай иллюстрирует лишь частично.

4.3. Россия, конец 1990-х – начало 2010-х гг.

В конце 1990-х гг. рейдерство в России приобрело массовый характер. Наиболее распространенным механизмом захвата было преднамеренное банкротство компании-цели с предварительным выкупом ее кредиторской задолженности. Целью чаще всего выступали ценные активы, например земельные участки в центре крупных городов. Заказчиками захватов нередко были лица, накопившие капитал незаконным путем и использовавшие полученные предприятия для легализации своих состояний. Этот этап можно охарактеризовать как первую волну захватов. Вторая волна последовала после изменения законодательства о банкротстве и была связана с оспариванием итогов приватизации, которая проводилась со значительными нарушениями.

Затем рейдерство постепенно сместилось к менее силовым формам. Этому способствовали антирейдерские поправки в законодательство, меры по регулированию частных охранных организаций и рост числа уголовных дел против рейдеров. После второй волны рейдерство начало смещаться в регионы [15, 16], а его фокус был ориентирован на средние предприятия. В целом рейдерство не исчезло, а заняло устойчивую нишу высокодоходного бизнеса и превратилось в неформальный институт перераспределения собственности.

4.4. Постсоциалистические страны Центральной и Восточной Европы

В постсоциалистических странах Центральной и Восточной Европы и постсоветских государствах (Польша, Словакия, Украина и др.) в тот же или близкий период наблюдались сходные с Россией тенденции. Различия объясняются спецификой социально-экономических систем, историческим контекстом, временем выхода из социалистического блока и тем, сопровождался ли этот выход кризисом власти и ростом организованной преступности.

Наиболее подробно эти процессы описаны для Польши [17]. Используя бывшие государственные внешнеторговые центры (CHZ), слабо контролируемую банковскую систему и агентства по обслуживанию долга, формирующиеся хищнические элиты получили необходимые средства и затем, особенно в 1995–2005 гг., активно осуществляли рейдерские захваты. Основными методами были судебное преследование, преднамеренное банкротство, мошенничество с инвестициями и в отдельных случаях вооруженный захват центральных офисов. Связи с представителями власти и судебной системы позволяли им не только избегать наказания, но и лоббировать нужные законы. Политическая нестабильность усиливала рейдерскую активность, однако захваты продолжались и при ее отсутствии, что свидетельствует об институционализации рейдерства [17].

4.5. Сопоставление эпизодов

Сопоставим рассмотренные эпизоды по признакам, существенным для выделения эффектов (табл. 1).

Сопоставление показывает два повторяющихся элемента. С одной стороны, это доступ к ресурсам, которые получены не в результате рыночной конкуренции, а через государственные или квазигосударственные каналы: субсидии железнодорожным компаниям в США, средства бывших государственных внешнеторговых центров и слабо контролируемых банков в Польше. С другой стороны, это превращение захватов в устойчивую профессиональную деятельность со своими посредниками, инструментами и клиентами. Эти элементы положены в основу двух эффектов, рассматриваемых далее.

Таблица 1 – Сопоставление периодов интенсификации рейдерства

Эпизод	Источник ресурсов для захватов	Агент принуждения	Признаки институционализации	Реакция государства
США, конец XIX – начало XX в.	Субсидии правительств штатов, выпуск акций	В явном виде не выделен; давление через тарифы и сговор	В статье не рассмотрены	Межштатная торговая комиссия (1887), закон Шермана (1890)
США, 1980-е гг.	Частное долговое финансирование (высокодоходные облигации)	Выражен слабо (добровольная продажа акций)	Специализированные посредники (Drexel), новые финансовые инструменты	В статье не рассмотрена
Россия, конец 1990-х – начало 2010-х гг.	Капиталы, накопленные незаконным путем; выкуп долгов	Суды, силовые структуры, частные охранные организации	Устойчивая ниша высокодоходного бизнеса, смещение в регионы	Антирейдерские поправки, регулирование ЧОО, уголовные дела
Польша, 1995–2005 гг.	Средства бывших внешнеторговых центров (CHZ), слабо контролируемые банки	Суды, связи с властью, в отдельных случаях вооруженные группы	Захваты продолжаются при политической стабильности; лоббирование законов	В статье не рассмотрена

Источник: составлено авторами по материалам раздела 4.

5. Эффекты рейдерства и их влияние на систему регулирования

На основе рассмотренных эпизодов и литературы по рейдерству [17] можно выделить по меньшей мере два эффекта, значимых для регулирования: эффект положительной обратной связи от использования мягких бюджетных ограничений и институционализацию рейдерства.

5.1. Эффект положительной обратной связи от использования мягких бюджетных ограничений

В классической трактовке Я. Корнаи мягкое бюджетное ограничение означает ожидание предприятия, что государство покроет его убытки или предоставит дополнительное финансирование независимо от результатов деятельности [18, 19]. В настоящей статье понятие используется в расширенном смысле: как льготный доступ к бюджетным и квазибюджетным ресурсам (субсидиям, льготным кредитам, государственным контрактам), не обусловленный эффективностью получателя.

Суть эффекта такова. Субъект, получивший доступ к государственному финансированию и извлекший из него значительную выгоду, может использовать полученные средства для подкупа политиков, судей и сотрудников правоохранительных органов или для иного лоббирования. Его цель – расширить доступ к бюджетным средствам, продолжить реализацию своих проектов и снова воспользоваться мягкими бюджетными ограничениями. Эффект не уникален для рейдерства: он проявляется и при незаконной приватизации, и при получении крупных государственных контрактов в обход конкурентных процедур.

Эффект важен для дискуссии о том, что первично – институты или политика: формируют ли слабые институты недобросовестных субъектов или недобросовестные политики создают слабые институты. Исторические примеры показывают по меньшей мере, что реформистским правительствам недостаточно провести рыночные реформы и создать соответствующие институты: отдельные субъекты, обладающие властью и влиянием, используют эти институты в своих целях. Наиболее обоснованной представляется взаимная обусловленность: влиятельные политические субъекты формируют институты, а институты, в свою очередь, влияют

на субъектов. Практическое значение этого вывода в том, что не требуется устанавливать первопричину, – задача, которая в такой постановке едва ли разрешима. Необходимо анализировать одновременно институциональную среду и вероятное поведение политических и экономических субъектов с учетом доступных им инструментов и ресурсов.

Применительно к рейдерству механизм выглядит так: хищнические элиты получают доступ к мягким бюджетным ограничениям и финансируют за их счет захваты, а результаты захватов используют для приумножения своего экономического и политического капитала, что расширяет их возможности получать бюджетное финансирование.

Эффект влияет как на рынок, так и на систему его регулирования. На рынке он создает организациям рейдеров необоснованные конкурентные преимущества: привлечение значительных бюджетных ресурсов позволяет им скупать большое число компаний, не считаясь с конкурентами, лишенными государственной поддержки. Меняется и структура рынка: рейдеры получают возможность формировать предложение через публичные тендерные предложения и скупку пакетов миноритариев. Свои затраты они покрывают за счет разницы между стоимостью капитала для компании-цели (собственного и заемного банковского) и заниженной стоимостью государственного капитала, доступного рейдеру через мягкие бюджетные ограничения. На систему регулирования эффект влияет через лоббирование выгодных рейдерам законов, внедрение подконтрольных лиц в надзорные органы и подкуп должностных лиц.

5.2. Институционализация рейдерства

Второй эффект имеет иную природу. Постепенно рейдеры встраиваются в функционирование экономики, становятся институтом перераспределения собственности и формируют рынок корпоративного контроля. Другие экономические субъекты начинают ориентироваться на действия рейдеров и интенсивность их деятельности. Банки могут отказывать в кредитах потенциальным компаниям-целям или повышать для них ставки. Компании тратят значительные средства на юридическую защиту, уделяют больше внимания управлению задолженностью и структуре активов. Инвесторы избегают компаний, находящихся в зоне риска захвата. Крупные компании рассматривают возможность сотрудничества с рейдерами, а некоторые банки ищут выгодные форматы их финансирования. Коллекторские и охранные организации получают устойчивый спрос и формируют пул постоянных клиентов из числа рейдеров. В результате рейдерство становится самостоятельным высокодоходным видом бизнеса и неподконтрольным государству институтом перераспределения собственности.

Для других механизмов извлечения выгоды из мягких бюджетных ограничений это не характерно, по крайней мере не в такой форме. Недобросовестная конкуренция в государственных закупках не формирует полноценного института: появляются отдельные специалисты по закупкам, отдельные организации могут специализироваться на получении контрактов, но компании, которые получали бы и перераспределяли заказчикам все доступные выгодные контракты, возникнуть не могут из-за особенностей закупочного процесса и его законодательного регулирования. Получение невозвратных кредитов также не становится отдельным институтом.

Ресурсы, на которые нацелены рейдеры, конечны: со временем все доступные для захвата компании оказываются перераспределены между хищническими элитами. Однако объекты для перераспределения постоянно возобновляются: одни компании банкротятся, другие создаются, открываются зарубежные рынки, истекают соглашения о ненападении, меняются состав и связи политических субъектов. Благодаря этому рейдерство сохраняет устойчивую нишу и продолжает выполнять функцию института перераспределения. По существу, институт рейдерства занимается управлением специфическим риском – риском утраты корпоративного контроля.

На рынке институционализация проявляется в появлении профессиональных, но не всегда действующих в правовом поле участников, которые на регулярной основе осущест-

вляют недружественные поглощения. В их ведении оказывается риск утраты корпоративного контроля: многим компаниям становится выгодно хеджировать его, сотрудничая с рейдерами, а остальные участники рынка вынуждены учитывать действия рейдеров при принятии собственных решений. Для хищнических элит этот неформальный институт особенно ценен: он позволяет легализовывать и приумножать средства и оказывать давление на политических конкурентов.

Вместе с тем институционализация рейдерства имеет следствия, которые с позиции государства могут рассматриваться как положительные. Формируется механизм перераспределения собственности, который способен вытеснять с рынка неэффективные компании. Однако его избирательность ограничена: как показывает российский опыт, целью захватов часто становятся ценные активы, а не неэффективно управляемые компании, поэтому перераспределение собственности не обязательно повышает эффективность. Можно также предположить, что, поскольку этот механизм основан на фактическом контроле внутри страны, он в определенной мере ограничивает захват ключевых секторов транснациональными корпорациями; эта гипотеза требует отдельной проверки.

5.3. Латентность эффектов и уязвимость регулятора

Оба эффекта могут влиять как на сам рынок M&A, так и на любой элемент системы регулирования, оставаясь при этом в значительной мере латентными. Поэтому при проектировании регулирования разумно исходить из презумпции, что система контроля уже подвержена этим эффектам. Из этого следует, что меры должны быть устойчивы к захвату регулятора: они не должны полагаться на добросовестность отдельных должностных лиц и должны создавать независимые от них механизмы проверки.

6. Рекомендации

Рекомендации сгруппированы по эффектам, на которые они направлены. Меры 1–3 противодействуют эффекту положительной обратной связи и защищают регулятора от захвата, мера 4 направлена на эффект институционализации, меры 5 и 6 затрагивают оба эффекта и их взаимовлияние.

1) **Ротация кадров.** Осуществлять плановую ротацию сотрудников надзорного органа, принимающих решения по сделкам, а также членов экспертных советов и рабочих групп, участвующих в подготовке законопроектов о рынке корпоративного контроля. Ротация затрудняет формирование устойчивых связей между должностными лицами и отдельными участниками рынка.

2) **Ретроспективная оценка решений по сделкам.** Через определенный срок после одобрения сделки (например, через два года) проводить анонимную оценку обоснованности решения силами случайным образом сформированной группы экспертов. Оценка сравнивает фактические последствия сделки с прогнозом, на котором было основано решение. Эта мера развивает практику ретроспективной оценки, уже применяемую рядом конкурентных ведомств, и добавляет к ней элемент, направленный против захвата регулятора: анонимность и случайный состав экспертов.

3) **Рейтинг доверия.** На основе совокупности оценок решений, принятых конкретным должностным лицом, присваивать ему рейтинг доверия. Рейтинг учитывается при распределении полномочий в надзорном органе и при определении веса эксперта в экспертных методах оценки, к которым он привлекается.

4) **Поэтапный вывод рыночной функции рейдерства в правовое поле.** Речь идет не о легализации принуждения, а о том, чтобы направить спрос на перераспределение собственности, который сейчас удовлетворяет неформальный институт рейдерства, в прозрачные правовые процедуры: тендерные предложения, приобретение проблемных активов

и долгов, участие в процедурах банкротства. Для этого можно рассмотреть особый статус профессиональных участников рынка корпоративного контроля с требованиями к раскрытию информации о бенефициарах, источниках финансирования и аффилированных лицах. Одновременно следует ужесточить ответственность за использование агентов принуждения. Такой подход открывает возможность регулировать деятельность профессиональных участников, увеличивает налоговые поступления и позволяет взаимодействовать с ними по направлениям, отвечающим интересам государства. Главный риск состоит в легитимации участников, которые прежде действовали вне правового поля, и усиление эффекта положительной обратной связи. Поэтому вывод в правовое поле должен быть поэтапным, сопровождаться независимым мониторингом и сочетаться с мерами 1–3.

5) **Структурированный диалог с крупными участниками рынка.** Наладить регулярное взаимодействие с крупными участниками рынка корпоративного контроля, включая тех, кто обладает значительным неформальным влиянием, – через экспертные советы и публичные консультации с прозрачными процедурами. Параллельно вести систематический учет информации об их интересах, конфликтах между ними, текущих и прежних активах, аффилированных лицах, административных и финансовых рычагах. Логика меры заключается в ограниченном учете интересов этих участников в обмен на ограничение их неформального влияния на государственные институты. Чтобы диалог не превратился в канал захвата, необходимы гарантии: публикация протоколов, отказ от обсуждения конкретных сделок, находящихся на рассмотрении, недопустимость индивидуальных преференций.

6) **Защищенный канал анонимных сообщений.** Создать возможность анонимно сообщать в надзорный орган о нарушениях законодательства в сфере корпоративного контроля и ограничения конкуренции. Хищнические элиты и рейдеры поддерживают и финансируют теневые системы сбора информации друг о друге, поэтому часть издержек по выявлению нарушений можно переложить на самих участников рынка, использующих неформальные методы в конкурентной борьбе. Поскольку такой канал сам может стать инструментом рейдерского давления, анонимное сообщение должно служить основанием для проверки, но не для принудительных мер без независимого подтверждения.

Заключение

В статье уточнены понятия рынка корпоративного контроля и его регулирования, рассмотрены системы регулирования в США, ЕС и России и показано, что их ключевой инструмент – предварительная проверка сделок уполномоченным органом – нацелен на защиту конкуренции, не предназначен для выявления рейдерских захватов и сам уязвим для влияния крупных участников рынка.

Основной вклад работы состоит в следующем. Во-первых, предложено определение корпоративного рейдерства, в котором ключевым признаком выступает участие агента принуждения, а незаконность действий не является обязательной; это позволяет отграничить рейдерство от рыночных враждебных поглощений и сопоставлять его проявления в разных правовых системах. Во-вторых, на основе сравнительного анализа периодов интенсификации рейдерства в США, России и странах Центральной и Восточной Европы выделены два эффекта: положительная обратная связь от использования мягких бюджетных ограничений и институционализация рейдерства. Оба эффекта затрагивают не только рынок, но и сам регулирующий орган и могут оставаться латентными. В-третьих, предложены шесть мер, рассчитанных на устойчивость к захвату регулятора: ротация кадров, ретроспективная оценка решений по сделкам, рейтинг доверия должностных лиц и экспертов, поэтапный вывод рыночной функции рейдерства в правовое поле, структурированный диалог с крупными участниками рынка и защищенный канал анонимных сообщений.

Исследование имеет ряд ограничений. Анализ носит качественный характер и опирается на небольшое число эпизодов, описанных преимущественно по вторичным источникам.

Связь российского эпизода с мягкими бюджетными ограничениями требует дополнительного эмпирического подтверждения. Понятие мягких бюджетных ограничений используется в расширенном смысле. Предложенные меры не прошли апробацию, а их возможные побочные эффекты оценены лишь качественно.

Перспективными направлениями дальнейших исследований представляются количественная оценка масштаба рейдерства с учетом неудавшихся захватов, которые не отражаются в статистике сделок; эмпирическая проверка выделенных эффектов на данных арбитражной практики и процедур банкротства; сравнительный анализ моделей вывода рейдерской деятельности в правовое поле и оценка их рисков.

Список литературы

1. *Manne H.G.* Mergers and the market for corporate control // Journal of Political Economy. – 1965. – Vol. 73, No. 2. – P. 110–120. – DOI https://doi.org/10.1086/259000
2. *Jensen M.C.* Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76, No. 2. – P. 323–329. – URL: https://www.jstor.org/stable/1818789
3. *Shleifer A., Summers L.H.* Breach of trust in hostile takeovers // Corporate Takeovers: Causes and Consequences / ed. by A. J. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – P. 33–68. – DOI https://www.nber.org/system/files/chapters/c2052/c2052.pdf
4. *Александрова Е.Н., Коршикова В.В.* Правовые основы регулирования слияний и поглощений на опыте международных компаний // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2023. – № 11-1(105). – С. 24-27. – DOI 10.24412/2411-0450-2023-11-1-24-27. – EDN NPKFEN.
5. *Афувапе К.* Правовые барьеры цифровых слияний и поглощений: антимонопольное регулирование технологического сектора // Journal of Digital Technologies and Law. – 2025. – № 3. – С. 304–337. – DOI 10.21202/jdtl.2025.13. – EDN NZBQNM.
6. *Капранова Л.Д., Зазуля Е.О.* Управление сделками слияния и поглощения: экономический и нормативно-правовой аспекты // Эффективность экономической политики. – 2014. – № 215. – С. 48–55. – EDN SIMQRN.
7. *Рид С.Ф., Лажу А.Р.* Искусство слияний и поглощений / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 958 с.
8. *Добровольский В.И.* Защита корпоративной собственности в арбитражном суде. – М.: Wolters Kluwer Russia, 2009. – 410 с.
9. *Волков В.В.* Силовое предпринимательство, XXI век: экономико-социологический анализ. – СПб: Европейский университет в Санкт-Петербурге, 2012. – 351 с. – EDN QOOOGF.
10. *MacKinlay A.C.* Подход с учетом приведенной стоимости к оценке выкупа с привлечением заемных средств. McGraw Hill Education. – URL: https://finance.wharton.upenn.edu/~acmack/Chapter_17_app.pdf (дата обращения: 09.09.2023).
11. *Jarrell G.A.* Takeovers and Leveraged Buyouts // The Fortune Encyclopedia of Economics. New York: Time Warner. – 1993.
12. *Теплова Т.В., Родина В.А.* Высокодоходные облигации: от истории становления рынка в США до российских реалий: монография. – М.: ИНФРА-М, 2019. – 363 с. – ISBN 978-5-16-015941-6
13. Список активов FORTUNE 500: 1988. CNN Money. – URL: https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/assets/1988/1.html (дата обращения: 23.12.2023).
14. United States – M&A Statistics. IMAA – Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. – URL: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/united-states-ma-statistics/ (дата обращения: 23.12.2023).
15. *Касьяненко Н.С.* Недружественные поглощения (рейдерство) организаций в России // Вестник Челябинского государственного университета. Экономика. – 2009. – № 18(140). – С. 119–124.
16. *Федоров А.Ю.* Методика противодействия рейдерству: практические рекомендации. – М.: КонсультантПлюс, 2013. – 96 с. – (Библиотечка «Российской газеты»).
17. *Abrams N.A., Fish M.S.* Political thugs: Criminal corporate raiding and property rights in early-capitalist Eastern Europe. 2014. eScholarship, University of California. – URL: https://escholarship.org/uc/item/00z9w1jk (дата обращения: 20.04.2025).

18. *Kornai J.* The soft budget constraint // Kyklos. – 1986. – Vol. 39, No. 1. – P. 3–30. – DOI https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x

19. *Kornai J., Maskin E., Roland G.* Understanding the soft budget constraint // Journal of Economic Literature. – 2003. – Vol. 41, No. 4. – P. 1095–1136. – DOI 10.1257/002205103771799999

Статья поступила в редакцию 22 декабря 2025 г.
Принята к публикации 12 мая 2026 г.

Ссылка для цитирования: Зайцев В.О., Челак С.В. Корпоративное рейдерство и регулирование рынка слияний и поглощений: эффекты мягких бюджетных ограничений и институционализации // Национальная безопасность и стратегическое планирование. 2026. № 2(54). С. 48-62. DOI: https://doi.org/10.37468/2307-1400-2026-2-48-62

Analytical article

Corporate raiding and regulation of the mergers and acquisitions market: effects of soft budget constraints and institutionalization

Zaitsev Vladislav O. [1]
Chelak Svetlana V. [1]

[1]*Saint Petersburg State University of Economics, Saint Petersburg, Russia*

Abstract

The article examines how corporate raiding affects the mergers and acquisitions (M&A) market and its regulatory system. The aim is to identify the effects through which raiding influences both the market and the regulator and to propose measures to correct them. The study reviews the regulation of the market for corporate control in the USA, the EU and Russia and shows that its key instrument, ex ante review of transactions by an authorized body, is designed to protect competition and is itself vulnerable to the influence of large market participants. Based on an analysis of the criteria of a raider takeover, the article proposes a definition of raiding in which the key feature is the involvement of an enforcement agent, while illegality is not a necessary condition. A comparative analysis of periods of intensified raiding in the USA, Russia and the post-socialist countries of Central and Eastern Europe reveals two effects: a positive feedback effect from the use of soft budget constraints and the institutionalization of raiding as a mechanism of property redistribution. Both effects may remain latent and may affect the regulator itself. The article proposes measures to protect the regulator from capture (staff rotation, ex post evaluation of merger decisions, expert trust ratings), gradual legalization of the market function of raiding, a structured dialogue with major market participants and a protected channel for anonymous reporting of violations.

Keywords: corporate control, corporate raiding, mergers and acquisitions market, regulation, soft budget constraints, institutionalization of raiding, hostile takeovers.

References

1. *Manne H.G.* Mergers and the market for corporate control // Journal of Political Economy. – 1965. – Vol. 73, No. 2. – P. 110–120. – DOI https://doi.org/10.1086/259000

2. *Jensen M.C.* Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // American Economic Review. – 1986. – Vol. 76, No. 2. – P. 323–329. – URL: https://www.jstor.org/stable/1818789

3. *Shleifer A., Summers L.H.* Breach of trust in hostile takeovers // Corporate Takeovers: Causes and Consequences / ed. by A. J. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – P. 33–68. – DOI https://www.nber.org/system/files/chapters/c2052/c2052.pdf

4. *Aleksandrova E.N., Korshikova V.V.* Legal foundations for regulating mergers and acquisitions: the experience of international companies // Economics and Business: Theory and Practice. – 2023. – No. 11-1(105). – P. 24–27. – DOI 10.24412/2411-0450-2023-11-1-24-27. – EDN NPKFEN.

5. *Afuwape K.* Legal barriers to digital mergers and acquisitions: antitrust regulation of the technology sector // Journal of Digital Technologies and Law. – 2025. – No. 3. – P. 304–337. – DOI 10.21202/jdtl.2025.13. – EDN NZBQNM.

6. *Kapranova L.D., Zazulya E.O.* Management of Mergers and Acquisitions: Economic and Regulatory-Legal Aspects // Efficiency of Economic Policy. – 2014. – No. 215. – P. 48–55. – EDN SIMQRN.

7. *Reed S.F., Lajoux A.R.* The Art of M&A / Trans. from English. – Moscow: Alpina Business Books, 2004. – 958 p.

8. *Dobrovolsky V.I.* Protection of Corporate Property in Arbitration Court. – Moscow: Wolters Kluwer Russia, 2009. – 410 p.

9. *Volkov V.V.* Coercive Entrepreneurship, 21st Century: An Economic-Sociological Analysis. – St. Petersburg: European University at St. Petersburg, 2012. – 351 p. – EDN QOOOGF.

10. *MacKinlay A.C.* A Present Value Approach to Leveraged Buyout Valuation. McGraw Hill Education. – URL: https://finance.wharton.upenn.edu/~acmack/Chapter_17_app.pdf (accessed: 09.09.2023).

11. *Jarrell G.A.* Takeovers and Leveraged Buyouts // The Fortune Encyclopedia of Economics. New York: Time Warner. – 1993.

12. *Teplova T.V., Rodina V.A.* High-Yield Bonds: From the History of Market Development in the USA to Russian Realities: A Monograph. – Moscow: INFRA-M, 2019. – 363 p. – ISBN 978-5-16-015941-6

13. FORTUNE 500 List: 1988. CNN Money. – URL: https://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500_archive/assets/1988/1.html (accessed: December 23, 2023).

14. United States – M&A Statistics. IMAA – Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances. – URL: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/united-states-ma-statistics/ (accessed: December 23, 2023).

15. *Kasyanenko N.S.* Hostile Takeovers (Corporate Raiding) of Organizations in Russia // Bulletin of Chelyabinsk State University. Economics. – 2009. – No. 18(140). – P. 119–124.

16. *Fedorov A.Yu.* Methodology for Countering Corporate Raiding: Practical Recommendations. – Moscow: ConsultantPlus, 2013. – 96 p. – (*Rossiyskaya Gazeta* Library Series).

17. *Abrams N.A., Fish M.S.* Political thugs: Criminal corporate raiding and property rights in early-capitalist Eastern Europe. 2014. eScholarship, University of California. – URL: https://escholarship.org/uc/item/00z9w1jk (access date: 04/20/2025).

18. *Kornai J.* The soft budget constraint // Kyklos. – 1986. – Vol. 39, No. 1. – P. 3–30. – DOI https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x

19. *Kornai J., Maskin E., Roland G.* Understanding the soft budget constraint // Journal of Economic Literature. – 2003. – Vol. 41, No. 4. – P. 1095–1136. – DOI 10.1257/002205103771799999

For citation: Zaitsev V.O., Chelak S.V. Corporate raiding and regulation of the mergers and acquisitions market: effects of soft budget constraints and institutionalization // National security and strategic planning. 2026. № 2(54). pp. 48-62. DOI: https://doi.org/10.37468/2307-1400-2026-2-48-62

Информация об авторах:

Зайцев Владислав Олегович – кафедра экономической безопасности, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, г. Санкт-Петербург, Россия

Челак Светлана Васильевна – кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической безопасности, Санкт-Петербургский государственный экономический университет, г. Санкт-Петербург, Россия
SPIN-код: 9419-0061
e-mail: sv1135@mail.ru

Information about authors:

Zaitsev Vladislav O. – Economic Security Department, Saint Petersburg State University of Economics, Saint Petersburg, Russia

Chelak Svetlana V. – PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Economic Security, Saint Petersburg State University of Economics, Saint Petersburg, Russia
SPIN: 9419-0061
e-mail: sv1135@mail.ru