

ЭВОЛЮЦИЯ ФОРМ ИНТЕГРАЦИИ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ МОДЕЛЕЙ: ОПЫТ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЙ И ГРУПП

А. Д. РАДЫГИН

Институт экономики переходного периода

Статья посвящена одной из наиболее актуальных тенденций современной экономики России — интеграционным и реорганизационным процессам в крупных российских бизнес-группах. Отмечая характерные особенности данных процессов в 1990-х гг., автор пристальное внимание уделяет современным формам интеграции и их соотношению, процессам слияний и поглощений 2000-х гг., рассматривает особенности формирования различных управленческих моделей. Особое место в статье отведено вопросам международной экспансии крупнейших групп и противоречивой роли государства в контексте описываемых процессов.

Консолидация собственности, продолжающиеся процессы концентрации акционерного капитала, объединения предприятий и реорганизации уже созданных бизнес-групп (холдингов), внутри- и межотраслевая экспансия стали главными тенденциями институционального развития корпоративного сектора в 2000-х гг. Данное положение характерно не только для крупнейших частных корпораций и групп, но и в значительной степени — для государства в лице исполнительной власти, проводящей соответствующую политику в отношении остающихся в собственности государства активов.

Существенно, что анализ реорганизационных изменений 2000-х гг. позволяет выявить различные стратегические мотивы

в зависимости от «зрелости» корпораций и групп. При этом развитие стандартов корпоративного управления прямо связано с той или иной реорганизационной и долгосрочной стратегией компаний. Особенности последней, как показывает опыт 2000-х гг., обусловлены также представлениями владельцев групп о возможностях их международной экспансии в ближайшие годы.

1. ПЕРВЫЕ ШАГИ В ОБЩЕЙ ЛОГИКЕ КОНСОЛИДАЦИИ

Как известно, в результате массовой приватизации в России (1993–1994 гг.) юридическая собственность на крупные

российские компании первоначально перешла, во-первых, в руки инсайдеров и мелких внешних акционеров.¹ Во-вторых, владельцами средних по размеру пакетов акций стали иностранные инвесторы как единственные участники приватизации, обладавшие в тот период достаточными средствами для покупки акций на приватизационных аукционах. Третьей значимой группой среди владельцев акций приватизированных предприятий оставалось государство, сохранившее контрольные пакеты акций компаний в ряде стратегических отраслей экономики, в первую очередь в нефтяной, газовой, металлургической отраслях.

После передачи крупных или контрольных пакетов акций стратегических

¹ В литературе существует несколько подходов к определению понятий «инсайдер» и «аутсайдер» с точки зрения: а) фактической занятости в корпорации, т. е. внутренние (работники, менеджеры) и внешние (банки, фонды, другие корпорации) акционеры; б) вовлеченности в систему межкорпоративных владений (в холдингах или при перекрестной схеме владения); в) степени распыленности владения (инсайдеры как крупные контролирующие акционеры и аутсайдеры как мелкие портфельные акционеры, не имеющие возможности процедурного давления и с которыми, соответственно, могут не считаться менеджеры и крупные акционеры); г) выполняемых функций в составе унитарного или двухпалатного органа управления («внутренние исполнительные» и «независимые» директора). В России наиболее распространенным является первый — наиболее формализованный — подход, и именно в таком смысле термин «инсайдер» используется в данной статье. Тем не менее для целей контроля инсайдерских сделок и защиты прав акционеров этот подход явно недостаточен — имеет смысл относить к «инсайдерам» всех членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа общества, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества, крупных акционеров и иных субъектов, которые имеют возможность определять решения, принимаемые в корпорации.

предприятий в руки частных инвесторов в 1996–1997 гг. в ходе залоговых аукционов и инвестиционных конкурсов появились предпосылки для рыночного перераспределения прав собственности между экономическими агентами. В это же время сложились основные финансово-промышленные образования (партнерства или «личные интересы»), которые играют значимую роль в современной российской экономике.

Получив в свое распоряжение частичный контроль над одним или несколькими крупными предприятиями, возникшие к этому времени крупные бизнес-группы оказались перед следующими проблемами, которые возникли в результате массовой приватизации и российских налоговых и валютных ограничений:

- в руках группы первоначально находился сравнительно небольшой процент собственности на подконтрольные предприятия (например, в результате многоступенчатой модели приватизации в руках владельцев 49% акций «ТНК» первоначально было только чуть более 12% акций добывающих предприятий, являющихся собственно владельцами всех основных фондов и лицензий на добычу нефти);
- действующая налоговая система позволяла владельцам компаний — физическим лицам — получать на личные счета около 10% прибыли подконтрольных им предприятий (без учета доли, причитающейся миноритарным акционерам) в случае, если бы они полностью легально вели бизнес, продавая продукцию по реальным рыночным ценам, и выводили прибыль из компании в форме дивидендов. После «честного» раздела прибыли с миноритарными акционерами на долю контролирующих акционеров приходилось бы, в зависимости от компаний, от 2 до 5% прибыли;

- требовались существенные финансовые ресурсы на реорганизацию системы управления подконтрольными компаниями, «стимулирование» местных и федеральных чиновников, борьбу с криминальными группировками в регионах или улаживание отношений с ними. Естественно, были необходимы и существенные инвестиции собственно в производство, а также в приобретение предприятий-смежников, которые в результате массовой приватизации оказались самостоятельными компаниями;
- в ряде случаев контролирующим группам требовались ресурсы и для расчетов по кредитам, полученным для покупки контроля над предприятиями. Очевидным способом решения данных задач, которым воспользовались группы, контролирующие предприятия, было следующее:

- концентрация прибыли за рубежом путем трансфертного ценообразования с последующей конвертацией рублей и незаконного или «серого» вывоза валюты (посредством крупных западных банков и оффшорных финансовых структур, схем с покупкой российскими резидентами «ценных бумаг» у нерезидентов), а также посредством вывода прибыли через внешний и внутренний толлинг и занижения экспортных цен²;
- после того как полученные таким образом средства поступали в подконтрольные оффшорные компании, они распределялись соответственно приоритетам групп. В некоторых ситуациях деньги выводились на личные счета хозяев групп, но в большинстве случаев крупные группы расходовали их главным образом на «производ-

ственные» цели (собственно, поэтому такие группы и стали крупными, а не исчезли с российского экономического горизонта вместе с хозяевами).

Помимо уже упомянутых «необходимых» вложений, «производственное» использование средств включало в себя расходы на укрепление юридического контроля и параллельное увеличение доли собственности на подконтрольные предприятия. В 1997–2003 гг. на выкуп долей миноритарных, а в ряде случаев и контролирующих акционеров, крупные группы потратили миллиарды долларов. Следует отметить, что эти средства в подавляющем большинстве были безвозвратно потеряны для России: получившие их предприниматели первой волны ушли на покой или, если и вкладывают средства куда-либо, то, как правило, максимально далеко от России. Другой категорией акционеров, доли которых контролирующим группам пришлось выкупать, стали иностранные инвесторы, получившие пакеты акций в ходе первой волны приватизации и активно защищавшие свои интересы в судах, прессе и т. п.

Кроме выкупа акций, контролирующие группы сокращали миноритарные интересы в компаниях и другими способами — путем размывания долей миноритарных акционеров в ходе дополнительных эмиссий акций, банкротства подконтрольных предприятий (предварительно получив контроль над основной суммой кредиторской задолженности), проводя обмены акций и реорганизации в свою пользу и др.

Сравнительная легкость этого процесса концентрации экономических интересов была связана с крайне низкой ценностью миноритарных пакетов акций: практически вся прибыль компаний концентрировалась контролирующими группами в безналоговых зонах, фирмах-однодневках, зарубежных трейдерах и толлингах. Капитализация большинства российских

² По некоторым оценкам, если при этом был бы легализован весь сложившийся «институциональный срез» организации бизнеса, то доходы партнеров упали бы примерно в 8 раз.

компаний была крайне мала отчасти в связи с таким «ограблением» компаний, а отчасти в связи с полным упадком рынка после кризиса 1998 г. и ухода из России практически всех иностранных инвесторов.

Современная завуалированная структура собственности, созданная, в частности, в сырьевых отраслях, была вызвана возникшей к началу 2000-х гг. принципиальной дилеммой. С одной стороны, «партнерства» в рамках каждой крупной группы фактически сложились, и потребовалось сделать структуру собственности и дохода более легальной. С другой стороны, их легализация в сложившемся виде привела бы как к значительным финансовым потерям (налоги и др.), так и к рискам в сфере имущественных прав и российского законодательства.

Соответственно, следующим логическим шагом стало создание оффшорных холдингов (во избежание дополнительного налогообложения в России), а владельцы («партнеры») смогли укрыться за группой сложных юридических структур через холдинг. Все организационные схемы стали квазилегальными, т. е. формально не противоречащими законодательству, за двумя исключениями в виде перманентного нарушения антимонопольного законодательства (по оценкам, не менее 20% сделок) и трансфертного ценообразования (в том числе как способа вывоза капитала, хотя правового регулирования здесь практически нет).

В целом достигнутый уровень концентрации акционерной собственности в России не является пока столь существенным, как в некоторых странах Восточной Европы, однако процесс концентрации акционерного капитала развивается достаточно интенсивно. Концентрированная собственность тесно связана с собственностью аутсайдеров. Тем не менее одной из специфических особенностей промышленности России стало сочетание concentra-

ции собственности с ее распылением. Это создает определенный дуализм в характеристиках акционерной собственности в России у разных исследователей (при сравнении с аналогичными данными по странам Запада и по другим странам с переходной экономикой).

В 1998 г., по данным опроса ГУ–ВШЭ, доля одного самого крупного акционера составляла около 29% (против 22% в 1995 г.), доля трех акционеров — 45,6% (против 40,4% в 1995 г.) [Долгопятова, 2001]. По данным опроса ИЭПП 2000 г. (выборка 201 ОАО), в большинстве АО не было ни одного акционера, владеющего более 25% акций (61,7% от числа ответов). В 31,6% АО отмечен лишь один акционер с блокирующим пакетом акций [Радыгин, Архипов, 2000]. Для 53% предприятий выборки РЭБ 2001 г. был отмечен «высокий» и «сверхвысокий» уровень концентрации (свыше 20% акций), хотя средний размер максимального пакета составил 34,4% (против 32,5% в 1999 г.) [Капелюшников, 2001]. По данным опроса БЭА 437 российских предприятий в 2000 г. [Bevan et al., 2001], непосредственно после проведения приватизации на 85% предприятий выборки ни один из акционеров не владел даже блокирующим пакетом. К 2000 г. доля предприятий, в которых одному акционеру принадлежит блокирующий пакет, возросла с 13 до 26%, доля предприятий с контрольным пакетом у одного акционера — с 5,5 до 10,3%. Еще более заметно увеличилась доля предприятий, где собственность сконцентрирована у нескольких акционеров: если на момент приватизации контрольный пакет принадлежал в совокупности 2–3 акционерам на 3,3% предприятий, то к 2000 г. — на 13,6%.

Данные 2002 г. свидетельствуют о сохранении указанных тенденций. Как показывают результаты опроса ЦЭФИР/РЭШ 2002 г., концентрация собственности в российской промышленности доста-

точно высока [Гуриев и др., 2003]. Администрация предприятий контролирует в среднем 19% акций, а крупнейший внешний собственник — в среднем 24%. В то же время пока что велика и доля мелких акционеров: в среднем они контролируют 24% акций. Так как подавляющее большинство предприятий выборки не представлено на рынке акций, наличие мелких акционеров, по-видимому, обусловлено последствиями приватизации. По данным Т. Долгопятовой и Б. Кузнецова³, в 1998–2001 гг. не только возрос уровень концентрации акционерной собственности, но и сократился разрыв между средним значением и медианой. Этот разрыв демонстрировал наличие распыленности акций по наиболее мелким акционерам при высокой концентрации капитала у доминирующих собственников. Сокращение разрыва свидетельствует об уменьшении распыленной части акционерного капитала. К концу 2001 г. средняя доля крупнейшего акционера составляла 42,2%, а доля трех крупнейших — 57,6% против, соответственно, 36,7 и 48,9% в 1998 г. Наконец, по данным опроса ИЭПП, на начало 2003 г. одному крупнейшему акционеру принадлежало в среднем 29,71% акций, трем крупнейшим акционерам — 49,86% акций.

Приведенные эмпирические данные требуют по крайней мере двух важных комментариев. Во-первых, показательным является выявленный в ряде опросов более интенсивный рост доли трех крупнейших акционеров по сравнению с долей одного крупнейшего. Это различие в динамике связано с правовыми ограничениями на консолидацию капитала — 30% в корпоративном и 20% в антимонопольном законодательстве. Во-вторых, реаль-

ный уровень концентрации, который вряд ли возможно выявить эмпирическим путем, оказывается существенно выше. Это связано, как известно, со спецификой организации системы собственности в российских компаниях.

Если происходит процесс концентрации собственности, то рано или поздно — по мере развития правовой базы — формируется относительно прозрачная система корпоративного контроля с доминирующими «ядрами» акционеров. Наиболее принципиальным в связи с этим является вопрос о роли концентрированной собственности в повышении эффективности корпорации и корпоративного управления в постприватизационный период.

Очень часто именно концентрированная собственность (концентрированный контроль) в разных формах указывается в качестве основного экономического механизма корпоративного контроля, который формирует базу для реального влияния инвесторов, сам по себе усиливает правовую защиту и позволяет минимально апеллировать к судебным решениям проблем. Большинство стран с переходной экономикой — с разной степенью успеха, законодательно или на уровне идеологии, через обязательные схемы или спонтанно — ориентировалось на модель концентрированной собственности. На уровне гипотезы предполагалось, что модель корпоративных отношений, которая базируется на более концентрированной структуре собственности и незначительной роли инсайдеров (как работников, так и менеджеров), будет благоприятствовать и прогрессу в области финансов, и экономической эффективности. Эта гипотеза фактически устанавливала связь между моделью корпоративного управления (контроля), эффективностью такого управления и эффективностью предприятия.

Однако теория не дает определенного ответа на вопрос о справедливости этой гипотезы. По ряду оценок, результаты

³ См.: [Долгопятова, Кузнецов, 2003]. Опрошено 473 предприятия из 11 регионов, хотя по ряду отдельных вопросов количество ответивших значительно меньше.

исследования корреляции между концентрацией собственности, контролем за управлением и ростом курсовой стоимости акций компании даже в странах со стабильной рыночной экономикой весьма неоднозначны [Грэй, Хэнсон, 1994]. Некоторые из них подтверждают, что концентрация собственности приводит к улучшению работы корпораций в развитых отраслях с несложной технологией. Другие исследователи, изучающие предполагаемые теорией причинно-следственные связи, выдвигают гипотезу о том, что структура владения скорее зависимая, чем независимая переменная. Есть также предположение о том, что в некоторых отраслях промышленности высококонцентрированное владение полезно, тогда как в других — наоборот, но рынок всегда подтолкнет фирму к оптимальному решению. Некоторые нюансы существуют также в зависимости от размера корпорации [Demsetz, Lehn, 1985].

Вместе с тем концентрация собственности в корпорации имеет и издержки, связанные с возможными конфликтами интересов между крупными и мелкими акционерами. Так, среди очевидных издержек концентрации обычно рассматривается возможность извлечения «частных выгод» контролирующими акционерами [Barclay, Holderness, 1989]. Таким образом, вряд ли возможен какой-либо однозначный вывод относительно воздействия концентрации собственности, тем более применительно к нестабильной переходной экономике. Практика стран с переходной экономикой дает не менее противоречивые результаты.

Авторы проведенного в конце 1990-х гг. в Гарварде сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира с точки зрения защищенности интересов инвесторов приходят к выводу, что концентрация владения одновременно является реакцией (в виде адаптации) на слабую правовую защищенность инвесторов в

рамках национальной модели корпоративного управления [La Porta et al., 1998]. В России, тем не менее, ситуация носит двойственный характер. Процесс концентрации собственности в значительной мере связан с деятельностью непосредственно менеджеров (или крупных акционеров, ставших инсайдерами). Соответственно, он становится инструментом нарушения прав других акционеров (инвесторов), а не средством адаптации к слабости внешних механизмов корпоративного управления.

В целом процесс перехода к полному контролю пока не завершен полностью. С точки зрения формирования *реальных* полюсов контроля, в корпорациях продолжается процесс консолидации рычагов власти и управления бизнесом (необязательно основанных на владении акциями) у узких *групп партнеров* — реальных владельцев. Не исключено даже, что начавшиеся процессы консолидации акций могут стать лишь промежуточным звеном к преобразованию в закрытые акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью. В некоторых крупнейших (частных) компаниях вопрос о такой реорганизации рассматривается в прикладном плане. Явный или закамуфлированный *процесс концентрации собственности (контроля) в российских корпорациях является ключевой среднесрочной тенденцией*, которая должна быть принята во внимание и при разработке мер государственного регулирования.

2. ФОРМЫ ИНТЕГРАЦИИ И РЕОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ

В целом процесс структурных изменений в российских компаниях (различные типы реорганизации в юридическом смысле) развивается достаточно интенсивно.

По данным Министерства по антимонопольной политике РФ, число различных операций, связанных со структурными изменениями, составило в 1997 г. — 5 тыс., в 1998 — около 9 тыс., в 1999 — около 11 тыс., в 2000 — около 16 тыс., в 2001 — 20 тыс., в 2002 г. — 24 тыс.

В крупнейших компаниях России процесс реорганизации явился объективной необходимостью для дальнейшего долгосрочного развития. Основной и в целом позитивной тенденцией стал *переход от многоотраслевых холдингов и конгломератов* (фактически аналогов корейских чеболей), типичных для 1990-х гг., к *более управляемым и структурированным формам корпоративных групп*. Этот процесс в наиболее явном виде отмечен в нефтяной и металлургической отраслях, но аналогичные тенденции стали характерны и для химической, пищевой промышленности, гражданского авиастроения, ряда секторов ВПК (хотя в последнем многолетние попытки создания или, точнее, восстановления вертикально интегрированных структур «сверху» не были успешными) и других отраслей.

Прежде всего изменились *критерии формирования* таких структур (в отличие от прежних финансово-промышленных групп (ФПГ) 1990-х гг.):

- технологическая и финансово-экономическая целесообразность присоединения новых активов (предприятий);
- существенно более высокий уровень корпоративного контроля дочерних структур (75% и выше);
- организационно-правовая трансформация (в том числе слияния, консолидация в рамках и между холдингами, переход на единую акцию в холдингах и др.).

В наибольшей степени это характерно для тех групп, «ядро» которых сформировалось еще в 1990-х — начале 2000-х гг. и которые уже прошли стадию «первичной» реорганизации в разных формах,

продав непрофильные активы (производства), выделив специализированные субхолдинги (с одновременной консолидацией соответствующих активов), оптимизировав системы управления (в том числе с целью установления максимально жесткого контроля менеджмента), достигнув определенного уровня прозрачности и публичности.

Здесь необходимо принять во внимание некоторые особенности формирования крупных корпоративных групп в России *в контексте процессов интеграции*. Формально, с точки зрения видов интеграции, в истории формирования корпоративных групп представлены (в определенной пропорции) как конгломератные, так и вертикальные и горизонтальные виды объединений.⁴

Как известно, процесс вертикальной интеграции (в нефтяной, газовой, химической, металлургической промышленности) обеспечивает концентрацию добывающих и перерабатывающих производств. Он наиболее характерен для отраслей со значительным числом технологических переделов и позволяет максимизировать совокупный доход группы за счет контроля всей цепочки, производящей добавленную стоимость (в том числе с учетом специфики «оптимизации» налогов и финансовых потоков в рамках группы).

Хотя существуют различные точки зрения на эффективность вертикальной интеграции, ее очевидное преимущество в России связано, в частности, с процессом перераспределения собственности. Перехват контроля над поставщиком или потребителем означает остановку всей вертикально интегрированной цепочки (если ставится задача оказать давление). Случаи «сырьевого» давления на конкурентов или на акционера, не желающего уступить контроль, весьма многочисленны

⁴ См. также: [Радьгин, Энтов, Шмелева, 2002; Авдашева, 2000; Матыцын, 2002].

(наиболее известны примеры с угольными шахтами и горнообогатительными комбинатами).

Среди типичных примеров вертикальной интеграции — основные нефтяные компании, группы, сформировавшиеся в цветной металлургии («Русал», «СУАЛ», «УГМК»), некоторые холдинги в черной металлургии («Северсталь», «Мечел»). В 2003 г. очевидный всплеск интереса к акциям компаний электроэнергетики был связан в первую очередь со стремлением вертикально интегрированных групп (прежде всего с металлургическим «ядром») взять под контроль энергетические мощности в рамках реструктуризации РАО «ЕЭС России».

В то же время даже наиболее «продвинутые» вертикально интегрированные группы отнюдь не всегда строго соответствуют этому названию. Прежде всего по своему происхождению многие из них являлись конгломератами, и эта трансформация пока не завершена полностью. Кроме того, для начала 2000-х гг. был характерен интерес базирующихся в добывающих отраслях групп (особенно с учетом объема их экспортных доходов) к рентабельным секторам промышленности, АПК и торговли, не связанным технологически с профилем группы.

Важным преимуществом конгломератных вложений (вложений в непрофильные активы) для добывающих компаний является и возможность сглаживания ценовых колебаний. Например, приобретение золотодобывающих компаний «ГМК „Норильский никель“» связано, в частности, с тем, что основной бизнес холдинга — добыча платиноидов — зависит от значительных колебаний мировых цен на платину, в то время как колебания цен на золото не столь значительны и к тому же находятся в противофазе динамике цен на платину [Иванова А., 2003, с. 20]. Иными словами, в отношении российских групп, условно называемых верти-

кально интегрированными, *в современных условиях более корректно говорить о смешанных формах интеграции, объединяющих вертикальную и конгломератную формы.*

Другой особенностью большинства крупных российских групп является зависимость от отраслевого «ядра». Такая ситуация стала результатом двух противоположных процессов. С одной стороны, это трансформация конгломератов банковского происхождения 1990-х гг. в группы, базирующиеся на одном-двух крупных предприятиях одной-двух отраслей. С другой стороны, это экспансия изначально крупных моноотраслевых компаний реального сектора в технологически близкие и иные отрасли.

Соответственно, для российской практики 2000-х гг. *классический конгломерат не является типичным явлением.* Напротив, тенденция к снижению уровня диверсификации является более характерной. Особенно близки к этой форме интеграции структуры, сложившиеся в рамках групп «МДМ», «Межпромбанка», некоторых групп добывающего сектора.

Что касается горизонтальной интеграции, то среди преимуществ такого объединения необходимо отметить экономию издержек производства и сбыта, сокращение налоговых выплат. Среди типичных примеров — некоторые машиностроительные холдинги (например, «Силловые машины»), пивоваренные компании, кондитерские холдинги, «Европейская подшипниковая корпорация» и другие. Перспективы горизонтальной интеграции в российской экономике обусловлены прежде всего текущим уровнем и перспективами концентрации рынков в конкретных отраслях.

В ряде отраслей этот процесс близок к своему пределу (черная и цветная металлургия, нефтяная и угольная промышленность), поэтому в рамках крупнейших

Таблица 1

Слияния и поглощения по видам, январь — сентябрь 2003 г., %

Доля в объеме сделок	Виды слияний и поглощений	Конгломератное	Вертикальное	Горизонтальное
Доля в совокупном объеме сделок, без нефтяного сектора		10–15	20–25	65–70
Доля в общем количестве сделок		20–25	25–30	50–55

Источники: данные M&A Appraisal, <http://www.lin.ru/db/emitent/bib.html>

российских групп, контролирующих добывающие отрасли, горизонтальные интеграционные процессы практически завершены.⁵ Тем не менее, к примеру, сделка «ТНК» — ВР 2003 г. может рассматриваться как горизонтальная. Не исключены и новые горизонтальные мегаальянсы в металлургии. В таких отраслях, как пищевая, деревообрабатывающая, в агропромышленном секторе, в отдельных сегментах машиностроения, в банковском секторе, ВПК, гражданской авиации⁶ перспективы значительны. Определенные возможности могут быть открыты также в процессе приватизации генерирующих мощностей электроэнергетики, дочерних компаний РАО «Российские железные дороги», при приватизации унитарных предприятий. Характерным процессом является расширение доли группы на

рынке за счет поглощения региональных предприятий аналогичного профиля.

Как видно из табл. 1, горизонтальные сделки в количественном плане оставались в 2003 г. преобладающими. Напротив, конгломератные слияния и поглощения составляли порядка 10–15% в совокупном объеме сделок и около 20–25% — в общем количестве сделок. Тем не менее, по данным МАП на начало 2004 г., наиболее масштабными на товарных рынках являются процессы *создания многопрофильных структур и вертикальной интеграции*, в том числе формирования крупных вертикально интегрированных компаний, стремящихся установить контроль над предприятиями, обеспечивающими весь технологический цикл производства продукции, а также ее последующую реализацию. Эти процессы определяют рост совокупной экономической концентрации.

Металлургическая отрасль является одним из наиболее интересных примеров, позволяющих понять особенно важные институциональные тенденции в корпоративном секторе начала 2000-х гг.

Во-первых, процесс концентрации собственности здесь перешел на новый уровень. В 1990-е гг. (после приватизации) концентрация акционерного капитала происходила преимущественно в рамках одного (базового) предприятия. Деятельность так называемых ФПГ (формальных и неформальных) в данном случае не показательна, ибо их имущественная стратегия

⁵ По некоторым данным, в начале 2000-х гг. 8 крупнейших российских групп уже контролировали 85% доходов 64 крупнейших российских частных компаний [Boone, Rodionov, 2002]. Тем не менее «инвестиционная активность» (т. е. процессы слияний и поглощений, в терминологии МАП) на рынках нефти, нефтепродуктов, угля, черной и цветной металлургии сохраняется на высоком уровне. Одновременно крупнейшие добывающие группы стремятся к контролю и над непрофильными отраслями (ЖКХ, аграрный сектор, рыболовство и др.).

⁶ Например, по состоянию на 2002 г. в России существовало около 300 авиакомпаний, причем некоторые эксплуатировали только по одному самолету. Одновременно до 80% пассажиров обслуживается четырьмя крупными компаниями [Слияния и поглощения..., 2002].

обычно носила хаотичный характер и не имела технологической основы. На рубеже 1990-х – 2000-х гг. началась активная внешняя экспансия «базового» предприятия и концентрация собственности в рамках вертикально интегрированной группы. В определенном смысле можно говорить о преодолении последствий приватизации, разорвавшей прежние отраслевые и межотраслевые технологические связи. Фактически происходит «сборка» прежних советских концернов и объединений, но уже на основе частной собственности и с освобождением от лишних структур.

Во-вторых, крупнейшие группы завершают этап открытой конфронтации и переходят к политике формирования альянсов. Это касается как сырьевой базы, так и договоренностей о поглощении оставшихся «на свободе» предприятий металлургической отрасли и сопряженных отраслей. В данном случае речь идет либо о «мегаслияниях», либо об априорном разделе остающейся собственности во избежание дорогостоящих конфликтов (при фиксации уже существующих имущественных интересов). Существенно, что владельцы (менеджеры) остающихся сравнительно небольших предприятий фактически сдались и готовы продать свои доли, хотя ранее уровень сопротивления с их стороны был крайне высок (имели место и жалобы в МАП).

Отличительной чертой процессов реструктуризации и консолидации 2000-х гг. стала определенность их промежуточных целей: в частности, выход на российский и международный фондовые рынки. Вместе с тем очевидно, что консолидация имущественного и управленческого контроля — необходимое, но недостаточное условие для реализации таких программ. Не менее существенным условием является формирование имиджа «прозрачности» для потенциальных инвесторов. В связи с этим можно прогнозировать и рост реального спроса на новации в сфере

корпоративного управления, связанные с раскрытием информации и финансовой отчетности компаний. В то же время не следует, на наш взгляд, переоценивать подобные возможности.

Применительно к перспективам корпоративного управления в России описанные тенденции будут оказывать достаточное многоплановое и во многом противоречивое воздействие:

- именно по мере консолидации собственности станет возрастать формальная прозрачность компаний, и, соответственно, будет обеспечен «безопасный» переход к международным нормам корпоративного управления;
- завершение процессов консолидации собственности создаст объективную базу для реального разделения собственности и управления в рамках частных групп, завершивших реорганизацию;
- процессы реорганизации (как юридическое оформление групп (холдингов), так и реструктуризация активов) увеличат спрос на эффективное корпоративное управление — прежде всего в целях бесконфликтного урегулирования отношений между различными типами акционеров;
- определенная посткризисная фиксация сфер имущественных интересов создаст предпосылки для нового этапа враждебных поглощений.

В контексте вышесказанного следует заметить, что на первый план выходят правовые новации в области реорганизации, слияний и поглощений компаний. По-прежнему актуально улучшение законодательства о несостоятельности. Требуется своего разрешения и вопрос о степени регулирования (контроля) «экономической концентрации» (в терминах антимонопольного законодательства) и деятельности фактических контролирующих собственников (и их менеджеров), которая может осуществляться в ущерб иным группам акционеров (действия, связан-

ные с дивидендами, трансфертным ценообразованием, занижением экспортных цен, выводом активов, налогами, выводом капитала и др.).

3. ДИФФЕРЕНЦИАЦИЯ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ МОДЕЛЕЙ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Консолидация собственности в рамках групп связана со стремлением реальных владельцев выстроить максимально управляемую корпоративную структуру (в терминах корпоративного контроля), не подверженную непредсказуемым воздействиям «чужих» акционеров, включая корпоративный шантаж. Реорганизация, в свою очередь, является лишь следствием экспансии и консолидации группы и формирования многоуровневых холдинговых структур. Спонтанный процесс расширения сфер влияния группы и достижение почти абсолютного корпоративного контроля в дочерних компаниях (субхолдингах) требует в определенный момент *юридического оформления всей структуры, приемлемого для конкретных бенефициаров.*

Можно привести несколько распространенных примеров юридического оформления существующих групп:

- полностью прозрачная структура пирамидального холдинга, вплоть до мажоритарных акционеров — физических лиц, оффшорных трастов и их бенефициаров («ЮКОС» с июня 2002 г. до начала 2004 г., АФК «Система» с 2002 г., хотя и в силу разных мотивов). Данный вариант является, видимо, пределом допустимого в условиях современных российских реалий раскрытия информации о структуре собственности;
- формально прозрачная (но не показывающая бенефициаров) структура собственности в холдинге («ЛУКОЙЛ» и

другие нефтяные холдинги после перехода на единую акцию, TNK International до объединения российских активов с ВР в 2003 г., завершающие реорганизацию металлургические холдинги и др.);

- центральной структурой холдинга является управляющая компания, учрежденная номинальными владельцами материнской холдинговой компании или активов группы, оформленных реальными владельцами на различные оффшорные компании, и получившая доверенности на управление активами («группа акционеров» «Сибнефти» после реорганизации в 2001 г., некоторые металлургические группы);
- «оболочечный» холдинг, фактически функционирующий как единая структура с реальными управленческими полномочиями, но в котором ни контролирующей акционер центральной компании холдинга, ни сама центральная компания не являются владельцами дочерних предприятий. Последние выведены в иные — юридически не связанные с холдингом — структуры (нефтехимический холдинг «СИБУР» до 2002 г.);
- группа, предусматривающая различные уровни вовлеченности участников. Например, в рамках кондитерской группы «СладКо» (хотя в итоге проект полностью не состоялся) действовало некоммерческое партнерство «СладКо», объединявшее ряд предприятий. Одновременно в качестве единой компании создавалось ОАО «КО СладКо», к которому должны были быть присоединены принявшие соответствующие решения предприятия (их акционеры).
Дополнительные нюансы связаны с регистрацией головной компании в виде ООО или ЗАО, а также в форме партнерства за рубежом. Несмотря на такие явные различия в прозрачности структуры всего холдинга (группы), общая особенность

практически всех (даже структурно прозрачных и согласовавших свою структуру с МАП РФ) групп — бенефициарное владение, или, что в условиях России практически синонимично, юридическая идентификация фактических полюсов контроля.

Применительно к проблемам корпоративного управления этот вопрос имеет значение в той мере, в какой деятельность фактических контролирующих собственников может осуществляться в ущерб иным группам акционеров. Очевидно, что 100%-я консолидация активов группы у контролирующего собственника снимает этот вопрос применительно к частным миноритариям и управлению государственными долями, однако остается набор проблем в рамках взаимоотношений группы с государством (налоги, вывоз капитала и др.).

Достаточно очевидно, что формирующаяся структура группы (в том числе степень ее прозрачности) и преследуемые в рамках программ реструктуризации *цели в значительной степени обусловлены конкретным этапом развития предприятия* (группы предприятий).

Завершение процессов институционального формирования (консолидации) относительно стабильных бизнес-групп в нефтяной отрасли к началу 2000-х гг. не исключает дальнейшую экспансию в нефтяной и в других отраслях. Тем не менее текущие программы реструктуризации крупнейших нефтяных компаний достаточно сходны и в первую очередь ориентированы на оптимизацию имущественных активов, снижение себестоимости добычи нефти, наращивание добычи и увеличение экспорта нефтепродуктов, развитие газодобывающего сектора.

Так, программы нефтяных компаний «ЮКОС», «Сибнефть» и с 2002 г. «ЛУКОЙЛ» предусматривают набор стандартных мер для увеличения капитализации: отчеты, построенные на основе US GAAP,

вывод сервисных и непрофильных структур, включение в совет директоров независимых директоров, выплату дивидендов и др.

Очевидно, что рост капитализации, с точки зрения инвестора свидетельствующий об эффективности управления активами, предоставляет компании целый ряд преимуществ: эффективный выход на рынок ценных бумаг, имидж и престиж эффективных менеджеров, возможность получения кредитов под залог акций, выгодная продажа или слияние компаний, реализация компенсационных программ для работников и др. Вместе с тем (и это отнюдь не российская специфика, о чем свидетельствует, к примеру, опыт Enron) капитализация отнюдь не всегда отражает динамику фундаментальных показателей, но может быть связана с инерционной «модой» на уже переоцененные акции в условиях ограниченного (по количеству торгуемых бумаг) рынка и эффективным информационным обеспечением (PR, позитивные финансовые отчеты аналитиков и др.). Так, по оценкам, «Сургутнефтегаз» является одной из самых эффективных компаний России, имеющей фундаментальный базис для роста (прирост добычи, объем извлекаемых запасов), обеспеченный крупными капиталовложениями. При этом традиционная политика компании характеризуется закрытостью, игнорированием интересов миноритариев и существенно более низкими, чем у конкурентов, дивидендами.

Вслед за нефтяным сектором целый ряд крупных холдингов (групп) приступил к программам реорганизации, направленным на ужесточение контроля и консолидацию управления приобретенными активами. Можно выделить два основных направления такой реорганизации. Во-первых, это *стратегия упорядочивания активов* (избавления от непрофильных предприятий), которая характерна не только для нефтяной отрасли,

Таблица 2

Время формирования формальных стандартов корпоративного управления в нефтяном секторе и некоторые сопряженные характеристики, на конец 2002 г.

Название компании	«ЛУКОЙЛ»	«ЮКОС»	«Сургут-нефтегаз»	«ТНК»	«Сиб-нефть»**	«Тат-нефть»
Характеристики деятельности компании						
Выделение непрофильных активов	2001 г.	1998 г.*	—	—	1997 г.	2002 г.
Подготовка финансовой отчетности в соответствии с US GAAP	1998 г.	2001 г.	2002 г.	—	1998 г.	2000 г.
Выплата дивидендов не ниже 10% от прибыли по МСФО («западные» аналоги — от 30 до 70%)	1993 г. (около 15%)	2001 г. (около 15%)	2–5%	—	2001 г. (около 15%)	2–5%
Наличие независимых директоров	2002 г.	2000 г.	—	—	1998 г.	—
Принятие кодекса (устава, принципов) корпоративного управления	—	2001 г.	—	Проект в феврале 2003 г.	1998 г.	—
Наличие Комитета совета директоров по корпоративному управлению	—	2000 г.	—	—	1998 г.	—
Выпуск ADR	1996 г.	2001 г.	—	—	2000 г.	1998 г.
Раскрытие данных о структуре собственности	—	2002 г.	—	—	—	—
Выход основных собственников-акционеров из состава менеджмента	—	—	—	—	1996 г.	—
Доля свободно обращающихся акций (free float), % уставного капитала, декабрь 2002 г.	Около 60 (> 25 после 2000 г.)	20–25	н. д.	10–15	15	н. д.
Возможность миноритариев влиять на уровень доходов (компенсаций) менеджеров и получать соответствующую информацию	2001 г.	—	—	—	—	—
Равенство субъектов рынка перед эмитентом (запрет на использование инсайдерской информации при покупке акций сотрудниками и аффилированными лицами); запрет на передачу имеющей существенное значение, но неопубликованной информации частным лицам и организациям	—	—	—	—	—	—
Использование опционных программ	—	2001 г.	—	—	—	2001 г.
Место в рейтинге корпоративного управления ИКПУ, всего 25 компаний, на III кв. (II кв.) 2002 г.	7 (9)	5 (5)	17 (19)	20 (20)	6 (7–8)	21 (22)
Рейтинг популярности СКРИН НАУФОР, 50 эмитентов, на январь 2003 г. (январь 2002 г.)	1 (1)	7 (10)	4 (4)	16 (18)	14 (15)	17 (14)

* На рубеже 2001–2002 гг. (перед приватизацией оставшегося у государства пакета) обсуждалась так и не получившая однозначного толкования проблема вывода активов из дочерней компании «ЮКОСа» — «ВНК». Впрочем, проблема приемлемых, с точки зрения миноритарных акционеров, экономико-правовых границ (условий) вывода активов и трансфертного ценообразования характерна для большинства холдингов (групп).

** Отчетность компании 1998 г., равно как и состав «независимых директоров», вызывали целый ряд замечаний аналитиков. 90% прибыли, выплаченной в 2001 г. в виде дивидендов, со всей очевидностью нельзя интерпретировать в контексте стандартных целей дивидендной политики.

Источники: веб-сайты компаний; *Коммерсант — Нефть и газ*. 2002. № 114; оценки автора.

но и для большинства крупных, относительно сформированных групп. Во-вторых, *ужесточение систем управленческого и имущественного контроля*, что характерно как для завершивших свои экспансионистские программы групп, так и для продолжающих корпоративное «строительство». В отличие от относительно распространенной на Западе практики только управленческой консолидации производства, последняя в России, как правило, следует за имущественной, но практически никогда не рассматривается как самостоятельная (в крайнем случае, лишь временно — на стадии установления имущественного контроля). Те промышленные холдинги, которые еще находятся в стадии формирования и продолжают имущественную экспансию, одновременно проводят политику установления жесткого контроля над уже приобретенными активами.

Следует заметить, что в 2000-е гг. получила свое более прикладное оформление тенденция к правовому «закрытию» ряда компаний и групп. В 1990-е гг. нефтяные холдинги преобразовывали в ООО свои дочерние компании, производя обмен их акций на акции холдингов. Уже в 2000–2001 гг. в отдельных наиболее консолидированных компаниях рассматривался вопрос о трансформации в непубличную структуру единой консолидированной компании. В 2002 г. вопрос о трансформации входящих в холдинг ОАО в закрытые компании рассматривался «Русским алюминием». В ноябре 2002 г. практически впервые в России вопрос о преобразовании ОАО в ООО был перенесен в прикладную плоскость — включен в повестку дня собрания акционеров ОАО «Уралкалий» (крупнейшего производителя калийных удобрений).

Проблема имеет и более широкое значение. Для многих средних российских компаний, ставших ОАО принудительно в ходе массовой приватизации и высоко-

концентрированных с точки зрения структуры акционерного капитала, в этом есть ряд преимуществ. Тем не менее в массовом масштабе такая трансформация возможна только в том случае, если будут созданы адекватные правовые условия или, что точнее, очевидные стимулы для трансформации из ОАО в ЗАО.⁷

Одно из современных противоречий российского корпоративного законодательства состоит в том, что деятельность публичных компаний регламентирована недостаточно, тогда как закрытые по своей организационно-правовой форме (непубличные) компании обременены излишней регламентацией. Например, с точки зрения Министерства экономического развития и торговли РФ, для ООО имеет смысл предусмотреть такие новации, как исключение требования об учредительном договоре (который часто дублирует устав, при этом необходимы разные процедуры голосования), возможность неограниченного выхода участника (по уставу), регистрация участников в государственном реестре и др.

Наконец, в 2002–2004 гг. все более явной становится диверсификация управленческих моделей крупнейших групп. Как правило, принято выделять три основные модели управления:

- 1) финансовая (возможность широкой диверсификации бизнесов, чисто инвестиционные функции, невмешательство в производственную деятельность бизнес-единиц, утверждение бюджетов и инвестиционных программ основных бизнес-единиц, критерий «профильности» которых — высокая рентабельность на вложенный капитал);

⁷ Другими словами, разумной представляется политика «выталкивания» компаний в иные формы посредством системы стимулов и ограничений законодательства. Аналогичный подход, уже оформленный законодательно в 2002 г., предусмотрен для государственных унитарных предприятий.

- 2) операционная (монобизнес, директивно-функциональное управление операциями);
- 3) варианты стратегического планирования и контроля (наличие бизнес-ядра, невмешательство в операционную деятельность, функции определения корпоративной стратегии, подчинение финансовой деятельности стратегическим задачам, основной критерий «профильности» — развитие бизнес-ядра и других бизнес-единиц, в совокупности дающих эффект синергии).⁸

Очевидно при этом, что большинство крупных российских групп пока находится в стадии становления или роста, и только весьма узкий круг крупнейших групп, вступивших в стадию стабилизации своей имущественной и управленческой структуры, осознанно пришли к выбору той или иной модели. Если на стадии становления и роста крупнейших групп (конгломератов) в 1990-х — начале 2000-х гг. основной функцией головной (управляющей) компании группы (холдинга) являлось установление и поддержание контроля, то в настоящее время происходит постепенное переосмысление функций центральной структуры (управляющей компании в широком смысле). Это связано, в частности, с необходимостью оптимизации общекорпоративной системы управления для повышения экономической эффективности и увеличения стоимости бизнеса. В этом смысле переход на единую акцию был в том числе связан с тем, что без него невозможно повышение капитализации холдинга [Тужилин, 2001, с. 21]. Без этого «холдинг — это столы, стулья и финансовые потоки», а акции дочерних компаний останутся затратными владениями (мино-

ритарии внутри общества остаются только собственниками, а не инвесторами).

К чистым стратегиям развития *бизнес-ядра* можно отнести группы «Северсталь», «ОМЗ» (видимо, до сделки 2003 г. с «Интеррос»), ряд крупнейших нефтяных компаний.

Преобразование ряда материнских (холдинговых) структур в *фонды частных инвестиций* характерны для групп «Альфа» (развитие индустрии инвестиционных фондов прямых вложений — private equity funds), «Интеррос» («частная инвестиционная компания»), «Базовый элемент» («управляющая компания фондов прямых инвестиций»), группы Р. Абрамовича (Millhouse Capital) и ряда других. Если для структуры типа чеболя характерны внутренний переток капитала, навязанные производственные связи, непрозрачность бизнеса, дискриминация миноритариев, то эффективная деятельность фонда становится возможной при иных условиях и ограничениях.⁹ В частности, отличительной особенностью деятельности фонда становится необходимость учитывать правила для котируемых публичных компаний, установленные международными фондовыми биржами, что отнюдь не всегда позволяет менеджерам и крупнейшим акционерам принимать полностью удобные для них решения. Вместе с тем финансовая модель управления, особенно популярная в мире в 1960–90-х гг. XX в., предполагает закрытость, персонифицированность и высокий уровень политических связей.

Как и при оценке форм интеграции, данная классификация достаточно условна. Как было показано выше, некоторые крупнейшие российские группы в силу разных причин в 2000-е гг. пришли к модели «бизнес-ядра» (модель стратегического планирования), однако при этом

⁸ См.: [Чандлер, 2003; Goold, Campbell, 1987]. Об особенностях данных процессов в России см., напр.: [Ованесов, 2003; Кузьмичев, 2003; Фрумкин, 2002, с. 13; Бутрин, 2002, с. 20].

⁹ См.: [Баланс нарушен..., 2004].

позиционируют себя как фонды частных инвестиций (финансовая модель).

В равной степени во многих крупнейших группах сохраняются элементы *операционной модели* управления. С одной стороны, действительно происходит процесс наделяния бизнес-единиц значительной самостоятельностью при управлении операциями и создании стоимости. С другой стороны, проблемы жесткого и регулярного управленческого контроля менеджмента бизнес-единиц со стороны головной структуры сохраняют свою актуальность (тем более, на стадии роста группы).

В итоге вне зависимости от избранной модели управления в рамках группы к настоящему времени сложились *стандарты организации оперативного управления* в крупнейших компаниях (группах), для которых типичны две основные черты:

- 1) предельная бюрократизация низших и средних звеньев (детальные регламенты, стандартизация и формализация процедур принятия всех решений, особенно финансовых, сложные процедуры согласования при принятии решений и др.);
- 2) принятие важнейших решений основными партнерами (акционерами) и высшими менеджерами в режиме on-line без каких-либо излишних процедур.

Практика 2002–2004 гг. внесла лишь один существенный нюанс в данную систему. Так, в 1990-х — начале 2000-х гг. принятие ключевых решений происходило по *«партнерскому»* принципу — исключительно в кругу реальных партнеров, полностью контролирующих бизнес-группы без оглядки на миноритариев. Появление в некоторых крупнейших компаниях реальных внешних акционеров (аутсайдеров), как правило, иностранных, с пакетом акций от 3–4% создает объективные условия для возникновения иного механизма принятия стратегических решений — действительно *«корпоратив-*

ного», так как соответствующие решения должны приниматься с учетом мнения таких аутсайдеров. Очевидно при этом, что их появление в группе инициируется самими партнерами, а не является наследством массовой приватизации или промежуточным результатом корпоративного захвата. В определенном смысле можно говорить о *появлении нового типа аутсайдеров в системе российского корпоративного управления*. Развитие этой тенденции прямо связано с реорганизационными и управленческими стратегиями российских групп.

4. МЕЖДУНАРОДНАЯ ЭКСПАНСИЯ И ДИСКУССИЯ О ПРОМЫШЛЕННОЙ ПОЛИТИКЕ

Новой тенденцией, характерной для уже сформированных российских групп, исчерпавших внутренние возможности экспансии, является выход на международный уровень. В задачи настоящей работы не входит обсуждение строгих определений и концепций развития международных корпораций¹⁰, однако некоторые принципиальные различия имеют значение — в основном мотивы и тип интернационализации.

¹⁰ По этим вопросам см., например, работы С. Хаймера, Ч. П. Киндлебергера (модель монополистических преимуществ), Р. Вернона (модель жизненного цикла продукта), Дж. Гэлбрейта (технологическая модель), Дж. Кэссона, Дж. МакМануса (концепция интернационализации), С. П. Маги (теория присвоения), Дж. Даннинга (эклектическая модель), материалы Центра ООН по транснациональным корпорациям и др. Заметим лишь, что применяемые в них определения относительно условны: аналогичные по своим характеристикам компании в Германии могут называться «международными концернами», в странах англосаксонской традиции — «транснациональными корпорациями» и т. п. В равной степени не существует стандартного критерия для международного характера компании (например, наличие хотя бы одного фи-

Помимо традиционных мотивов (прежде всего преимущества от вертикальной или горизонтальной интеграции, варьирующиеся в зависимости от страновой и отраслевой специфики), можно выделить и свойственные для российских групп на современном этапе:

- наращивание «физической» мощи и поиск интеграционной модели, позволяющей выйти на сопоставимый с зарубежными аналогами уровень международной конкурентоспособности;
- восстановление и развитие снабженческо-сбытовой инфраструктуры, сложившейся во времена СССР и СЭВ и сохранившей свою стратегическую значимость для российских компаний;
- диверсификация бизнеса (в рамках основного профиля группы) для страхования изменений в мировой сырьевой конъюнктуре;
- имидж компании и обеспечение режима наибольшего благоприятствования с точки зрения привлечения зарубежных инвестиций (при включении в состав участников группы влиятельных внешних стратегических партнеров);
- политическая страховка от внутрироссийских рисков.

Отдельного внимания, на наш взгляд, заслуживает классическое «ноу-хау» международных компаний — трансфертное ценообразование. По определению П. Линдerta, это артистичная форма ухода от налога на прибыль корпорации, которую могут применять любые бухгалтеры, оперирующие активами или продуктами, перемещающимися через национальные границы [Lindert, 1986]. С учетом продолжающегося в ряде российских федеральных ведомств обсуждения проблемы

лиала или определенной доля бизнеса (активов) за рубежом, определенный объем экспортно-импортных операций, наличие иностранных совладельцев, капитализация, доля free float (акций, находящихся в свободном обращении) на мировых фондовых рынках и т. д.).

трансфертного ценообразования, формирование сети дочерних компаний и филиалов за рубежом может стать превентивным способом борьбы с возможным ужесточением подходов к налогообложению.

Особенности реорганизации многих российских групп, описанные выше, по всей видимости, прямо связаны со стратегическими представлениями владельцев о перспективах их дальнейшей трансформации. Соответственно, в контексте глобализации бизнеса этих групп возможны два сценария развития.

Формирование на базе консолидированных российских активов действительно *мультинациональных* корпораций предполагает отсутствие отдельной страны базирования, регистрацию головной (управляющей) компании вне России, широкий интернациональный состав имеющих влияние акционеров.

В таком контексте, видимо, можно рассматривать создание в 2002 г. объединенной международной промышленной группы на основе SUAL-International, угольных активов Access Industries в России и Казахстане, принадлежащих британской Fleming Family and Partners (FFP), производств тантала в Мозамбике и ферроникеля на Кубе, а также инвестиционных обязательств FFP порядка 3 млрд долл. С точки зрения «СУАЛ» такой альянс заметно повышает эффективность планируемого группой выхода на международные фондовые рынки и означает, в частности, реальную мультинационализацию компании. Прямой конкурент «СУАЛ» — компания «Русский алюминий» — напротив, не рассматривает в качестве своей стратегии выход на мировой фондовый рынок и (или) продажу части бизнеса, полагаясь, скорее всего, на свои внутренние экономико-политические возможности.

Вполне вероятно, что ряд российских нефтяных компаний, которые предпринимают действия по увеличению своей

капитализации и созданию благоприятного корпоративного имиджа, также могут в перспективе пойти по такому пути. Пример объединения российских активов «ТНК» и ВР в 2003 г. стал продолжением данной тенденции.¹¹ Несостоявшееся объединение «ЮКОСа» и «Сибнефти» в 2003 г. также должно было, по всей видимости, привести к продаже определенных долей новой компании иностранным стратегическим инвесторам и действительному (а не только декларативному) ее превращению в «глобально-го энергетического лидера».

Подобный сценарий развития, как представляется, не станет широко распространенным даже по мере «созревания» других российских групп, проходящих в настоящее время стадии консолидации активов и ужесточения управленческого контроля. Это связано не только с экономическими ограничениями, но и, видимо, с политическими факторами, наиболее наглядно проявившимися в «деле „ЮКОСа“» 2003–2004 гг.

Транснациональный вариант экспансии (штаб-квартира в России, приобретение зарубежных активов в рамках вертикальной или горизонтальной интеграции предприятий группы, вывод активов в зарубежные центры прибыли и др.) был свойствен для многих российских промышленных и добывающих компаний и групп уже в 1990-е гг.

Как видно из табл. 3, по сравнению с 1999 г. общая стоимость сделок в 2003 г. увеличилась в 7 раз. В 1999 г. число

¹¹ Хотя речь идет о приобретении российских активов «ТНК», в юридическом смысле данная сделка не имеет отношения к России и инвестициям в российскую экономику. Так, сделка о продаже активов заключалась между британской ВР и TNK International, зарегистрированной в офшорной зоне Британских Виргинских островов. Все расчеты по сделке, по всей видимости, проходили через зарубежные офшоры и банки. Вновь созданная компания «ТНК-ВР» также зарегистрирована за рубежом.

поглощений российских компаний иностранными в 3 раза превышало количество поглощений иностранных компаний российскими, а по объему сделок превышение оказалось 23-кратным. В 2003 г. оба этих показателя стали близки: число поглощений российских компаний иностранными уже лишь в 1,2 раза превышало количество поглощений иностранных компаний российскими, а по объему сделок превышение было 2,5-кратным.¹² Конечно, оценить долю действительно иностранного капитала, а не репатриации российских капиталов из-за рубежа в этих процессах невозможно, поэтому любой анализ такого рода имеет условный характер. Тем не менее данная динамика может косвенно свидетельствовать не только о растущей зарубежной экспансии российских компаний, но и о наметившейся в 2000-е гг. тенденции к репатриации ранее выведенных средств. С точки зрения международной экспансии, основными направлениями российских инвестиций традиционно выступают страны СНГ, а также Центральной и Восточной Европы (42 и 21% от общего объема внешних инвестиций в 2003 г., соответственно).

Таким образом, в целом можно говорить о начавшемся в 2000-е гг. поиске крупнейшими российскими группами своего места в системе международных экономических отношений. Правильность избранной стратегии в значительной степени зависит от мотивов владельцев (стратегическое развитие конкурентоспособной группы или выход из бизнеса с фиксацией прибыли) и может быть подтверждена только в перспективе.

Определенным отражением этих процессов стали и активизировавшиеся в

¹² Данный анализ основан на материалах подразделения корпоративных финансов КРМГ по слияниям и поглощениям [Анализ общей ситуации на мировом рынке слияний и поглощений, 2004], дополнен и скорректирован расчетами автора по данным Dealogic.

Таблица 3

Завершенные сделки по слияниям и поглощениям в России, 1999–2003 гг.*

Виды сделок	1999		2000		2001		2002		2003	
	Объем, млн долл.	Число сделок	Объем, млн долл.	Число сделок	Объем, млн долл.	Число сделок	Объем, млн долл.	Число сделок	Объем, млн долл.	Число сделок
Внутрироссийские слияния и поглощения	1203,8	75	508,3	134	1899,3	199	2578,9	217	6668	308
Поглощение российских компаний иностранными	167,2	33	2111,9	60	1318,6	43	1825,8	41	2455	53
Поглощение иностранных компаний российскими	6,9	11	105,7	17	463,6	25	504,4	33	975	45
Всего слияний и поглощений	1377,9	119	2725,9	211	3681,5	267	4909,1	291	10 098	406

* Сделки, завершенные ко 2 декабря 2003 г., без учета приватизационных сделок. Для 2003 г. — без учета сделок «ТНК»–BP и «ЮКОС»–«Сибнефть».

Источники: [Анализ общей ситуации на мировом рынке слияний и поглощений, 2004]; данные Dealogic 2002, 2003.

2002 г. дискуссии о целях и принципах потенциальной промышленной политики в России, которые сводятся к обсуждению двух принципиальных и взаимосвязанных альтернатив:

- 1) поддержание сложившегося status quo¹³ или отказ от сырьевой ориентации экономики страны, ужесточение налогообложения экспорта для выравнивания рентабельности в сырьевом и перерабатывающем секторах;
- 2) абсолютная государственная поддержка «интегрированных бизнес-групп»

¹³ Предельно ясная позиция сформулирована и в экономическом отчете одной из ведущих брокерских компаний России Brunswick UBS Warburg (опубликован 31 января 2003 г.): «В постиндустриальном мире процветание нации определяется интеграцией страны в глобальную экономику путем концентрации на своем сравнительном преимуществе. Для России таким преимуществом является экспорт сырьевых и энергоемких товаров (в отличие от капиталоемких и трудоемких промышленных товаров)».

(по версии РСПП) или «ограничение всевластия отечественных финансово-промышленных групп».

На практике же в настоящее время «промышленная политика» представляет собой некий мутирующий симбиоз лоббистских усилий крупнейших промышленных и финансовых групп и амбициозных деклараций политических группировок. В определенном смысле такая ситуация отражает и отсутствие относительно четких представлений о стратегическом месте и роли государства в современной российской экономике, хотя стремление государства к оперативному контролю остается перманентным.

В 2003 г. данная дискуссия была фактически сведена к высокополитизированному обсуждению «природной ренты». «Дело „ЮКОСа“» 2003–2004 гг., по всей видимости, призвано сыграть свою роль и при расстановке акцентов в рамках данной дискуссии. Пока политики и экономисты

всех ориентаций обсуждают суммы и механизмы изъятия природной ренты, сами нефтяные компании весьма адекватно отреагировали на поступившие сигналы. Так, например, в конце 2003 г. компания «ЛУКойл» декларировала отказ от любых схем минимизации налогов. По имеющимся оценкам, большинство нефтяных компаний в настоящее время при выборе вполне легальных вариантов налоговой оптимизации (3,5% налога на прибыль с использованием остающихся в законодательстве лазеек или экономия нескольких процентов при выплате 18–20%) склоняется ко второму варианту [Иванова С., 2003, с. 1].

В более широкой постановке проблема состоит в неопределенности конечных целей государственной власти: либо речь действительно идет о начале борьбы с коррупцией и эффективном пресечении вывода активов в различных формах, либо продолжаются тривиальный передел собственности и давление на конкурентов — в пользу прогосударственных групп и (или) в рамках элементарного использования «административного ресурса» всеми субъектами, имеющими такую возможность. Очевидно, что для действительно эффективной промышленной политики необходим не некий формальный документ общего свойства, но ряд обусловленных ясными целями конкретных мер в сфере налоговой политики, экономической концентрации (в терминологии МАП), фондового рынка, информента, внешней политики России.

5. РОССИЯ НА ПУТИ К «ГОСУДАРСТВЕННОМУ КАПИТАЛИЗМУ»?

Одной из тенденций, характерных для 2000-х гг., стали попытки укрупнения находящихся под контролем государства хозяйственных структур, консолидации

государственных пакетов акций и унитарных предприятий под эгидой холдингов. Эти процессы сопровождалась выборочными жесткими акциями государственных органов против ряда крупнейших частных компаний, усилением контроля в компаниях со смешанным капиталом, установлением определенных неформальных правил во взаимоотношениях частного бизнеса и власти. Тенденция к усилению государственного контроля в корпоративном секторе экономики, появившаяся еще в 2000–2001 гг., к 2004 г. приобрела более выраженный характер.

В отношении частного сектора явным стало деление крупнейших компаний (групп) на лояльные (доверенные) и все прочие, на «государственников» и «космополитов». «Дело „ЮКОСа“» 2003–2004 гг. со всей очевидностью имеет не только конъюнктурное политическое значение, но и целый ряд стратегических эффектов, касающихся перспектив развития мультинациональных компаний, природной ренты, налоговой политики, корпоративного управления, реальных возможностей бизнес-сообщества отстаивать свои интересы.

Политика государственной экспансии нигде и никогда прямо не декларировалась и не могла декларироваться одновременно с заявлениями о дальнейшем продвижении к конкурентной рыночной экономике, де бюрократизации и административной реформе. Тем не менее с большой долей вероятности можно утверждать, что тенденция складывания «государственного капитализма» в его специфическом российском варианте в 2003–2004 гг. стала более отчетливой и проявлялась по целому ряду взаимосвязанных направлений:

- кадровые изменения в крупнейших естественных монополиях и стратегических компаниях с государственной долей собственности;

- продолжение реорганизации (прежде всего в форме слияний) существующих и создание новых холдинговых компаний в стратегических отраслях;
- возврат ранее выведенных (приватизированных, заложенных) активов;
- «замыкание» на администрацию президента отдельных сегментов государственной собственности;
- попытки пересмотра существующих с 1992 г. норм о разграничении уровней собственности и долей РФ в капитале предприятий;
- установление контроля над основными финансовыми потоками и концентрация финансовых потоков в госбанках;
- жесткая политическая борьба вокруг реорганизации крупнейших естественных монополий (РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России», МПС).

Явная тенденция к ужесточению государственного контроля через укрупнение хозяйственных структур в определенном смысле идеологически *проецируется и на частные компании*. Это связано в том числе и с объективными ограничениями для прямой государственной имущественной экспансии. На основе имеющихся данных можно предположить, что в 2003–2004 гг. происходит *формирование некоего «ядра» государственной экспансии и контроля*, куда входят «Газпром» в тандеме с несколькими лояльными нефтяными компаниями и некоторые структуры ВПК. В связи с этим становится понятно, что перспективы какой-либо серьезной реформы РАО «Газпром» являются практически «нулевыми».

После первых шагов по консолидации государственных активов и демонстрации государством силы в отношении частных компаний можно говорить о формировании *альтернативного стратегического подхода*, основанного на использовании отдельных частных компаний (групп) как «доверенных управляющих» федерального центра в конкретном регионе (напри-

мер, в Тюмени) или отрасли (например, в черной и цветной металлургии). Выгоды частных групп в данном случае также очевидны и связаны уже не с безнаказанностью осуществления тривиальных «серых» схем, а с наличием «карт-бланш» на экспансию при политической поддержке федерального центра.

Подчеркнуто демонстративная отстраненность президента РФ от контактов с крупнейшими финансистами и промышленниками не только не отрицала такого подхода, но лишь подчеркивала возможность замены «доверенного управляющего» при нарушении им правил.

Последнее обстоятельство не могло не настораживать кандидатов в «доверенные управляющие» при всех выгодах такого статуса. Более того, демонстративная государственная политика «равноудаленности» крупного капитала от власти (даже если рассматривать лишь самый поверхностный ее слой) оказывала прямое воздействие на реорганизационные процессы крупнейших частных групп.

Прежде всего возникла очевидная встречная тенденция со стороны частного капитала — обеспечить «равноудаленность» на максимально безопасное расстояние, в том числе на основе легального оформления за рубежом собственности на свои консолидированные активы. В 2003 г. методы защиты стали заметно различаться. Одни избрали вариант продажи значительной части своих российских активов, другие предпочли вариант альянса с крупными западными компаниями (инвесторами). Другой «линией обороны» крупных групп в начале 2000-х гг. стало обеспечение абсолютного доступа к ресурсам региональной исполнительной власти.

Кроме того, в 2002–2004 гг. отдельные группы начали осуществлять переход от явной и прямой политики приватизации «административного ресурса» к подчеркнутой лояльности к федеральным

властям и демонстрации «социальной ответственности» крупного бизнеса. Некоторые компании заключили с региональными властями соглашения о социальном партнерстве, другие инициировали увеличение государственной доли или передачу под контроль государства определенных активов. В 2003–2004 гг. тема «корпоративной социальной ответственности» (при всей абстрактности такого понятия применительно к коммерческим организациям) стала одной из доминирующих при обсуждении возможных взаимоотношений бизнеса и власти. Целый ряд крупных компаний были вынуждены доказывать свою лояльность, будучи вовлеченными в судебные процессы, формально относящиеся к хозяйственным спорам, но имеющие явный политический резонанс и наносящие прямой ущерб репутации компании-истца.

В целом можно утверждать, что в 2000–2004 гг. происходил процесс разделения на лояльных (доверенных, благонадежных) и всех прочих, на «государственников» и «космополитов». Тем не менее, как показала практика, переход из одной группы в другую также имел место. Такое разделение, как уже отмечалось, происходит на фоне более широкого процесса — создания зависимости бизнеса от государственных институтов, несмотря на решения по дерегулированию, административную реформу и планы дальнейшей приватизации.

Вероятным итогом такой политики может стать формирование модели «государственного капитализма», которая сочетает следующие элементы:

- значительное усиление (расширение сферы применения) стандартных элементов государственного предпринимательства, что, видимо, рассматривается как компонент (весьма дискуссионный) обеспечения национальных интересов России;
- создание благоприятных (или по крайней мере нейтральных) условий функционирования для узкого круга лояльных, в том числе частных, компаний, заслуживших репутацию «государственников» и опирающихся на поддержку высокоцентрализованного и подконтрольного президенту государственного аппарата (включая законодательные структуры и судебную власть);
- применение показательных (селективных) репрессивных мер (административного и уголовного характера) в отношении тех влиятельных экономических субъектов, которые не вписываются в выстраиваемую модель;
- асимметричность целей и методов воздействия. Поставленные и часто обоснованные цели — возврат активов, достижение прозрачности структур собственности, возврат центров прибыли в Россию, ликвидация определенных налоговых схем и т. п. — реализуются не посредством реформ в соответствующих областях, а с помощью иных мер воздействия, формально не имеющих отношения к данным вопросам, в том числе с использованием принципа «собственность в обмен на свободу»;
- разделение представлений о национальных интересах России и принципа неприкосновенности частной собственности.

Здесь следует заметить, что понятие «государственный капитализм» в традиционном представлении о нем не охватывает всей специфики выстраиваемой модели. В 1990-е гг. определяющим признаком системы взаимоотношений крупного бизнеса и власти была возможность прямого участия крупнейших финансово-промышленных групп в выработке или навязывании важнейших политических решений, имеющих и безусловные коммерческие выгоды. Для 2000-х гг. все бо-

лее очевидной становится обратная ситуация, когда власть подчеркнуто демонстрирует все большее пренебрежение интересами частного бизнеса в целом, навязывая свои правила игры и принуждая к их выполнению с помощью широкого спектра методов воздействия. «Дело „ЮКОСа“» подвело окончательную черту под эпохой «олигархов». Вероятность повторения такого сценария требует определенных защитных действий со стороны существующих частных групп. Даже при весьма низком уровне сопротивления это противостояние не может завершиться одномоментно, поэтому в среднесрочной перспективе следует ожидать увеличения числа громких судебных исков в отношении некоторых приватизационных сделок, уголовных дел, связанных с незаконностью приобретения тех или иных активов, обеспечительных арестов пакетов акций (активов) и т. п.¹⁴

Но нельзя не учитывать и то обстоятельство, что логическим продолжением политики «государственного капитализма для своих» может стать возврат к ситуации 1990-х гг. Проблема состоит в том, что *выстраиваемая система означает также и появление новых потенциальных «олигархов»*. Весьма вероятна ситуация, когда с завершением консолидации

(возврата) активов и переориентации финансовых потоков крупнейших естественных монополий и государственных холдингов, с укреплением отраслевых «центров силы» и межотраслевых прогосударственных альянсов их менеджмент получит «карт-бланш» на экспансию в частный сектор и строительство собственных групп.

Очевидно также, что крайне трудно провести корректное разграничение между политикой усиления государственного контроля и имущественной экспансии (что поддается фактологическому анализу и может быть интерпретировано в контексте классического понимания государственного капитализма или, по крайней мере, элементарного наведения порядка в государственных активах) и созданием «капитализма для своих» на основе тесного переплетения интересов государственной власти и отдельных бизнес-структур. В силу этого исключительно важный вопрос о реальных конечных целях такой экспансии (стратегические интересы России в понимании инициаторов экспансии или тривиальное личное обогащение посредством перераспределения собственности) остается открытым. В любом случае проблема защиты прав собственности, судебной реформы и эффективного правоприменения остается высокоактуальной.

¹⁴ Подробно об этом см.: [Радыгин, 2004].

ЛИТЕРАТУРА

Авдашева С. Б. 2000. *Хозяйственные связи в российской промышленности*. М.: ГУ-ВШЭ.
 Анализ общей ситуации на мировом рынке слияний и поглощений. 2004. М.: КPMG.
 Баланс нарушен (Интервью с К. Бендукидзе). 2004. *Ведомости* (5 февраля).
 Бутрин Д. 2002. Компании набирают вес. Профессиональные делители собственности. *Коммерсантъ* (3 декабря).

Грэй Ч. В., Хэнсон Р. Дж. 1994. Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран. *Корпоративное управление и права акционеров* (2): 18–40.
 Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. 2003. *Корпоративное управление в российской промышленности*. М.: CEFIR. http://www.cefir.org/Papers/corp3_2r.pdf

- Долгопятова Т. Д. 2001. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). *Вопросы экономики* (5): 46–60.
- Долгопятова Т. Г., Кузнецов Б. В. 2003. *Факторы адаптации промышленных предприятий (по результатам опроса руководителей)*. Доклад на IV Международной научной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики России: социальный контекст», 2–4 апреля 2003 г.
- Иванова А. 2003. Поглощения: за и против. *Финанс* (35): 18–35.
- Иванова С. 2003. Льготы законны. Но компании теперь боятся экономить на налогах. *Ведомости* (24 декабря).
- Капельюшников Р. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий. *Рынок ценных бумаг* (20): 33–38.
- Кузьмичев А. 2003. Каждому — свое. *Управление компанией* (11): 6–9.
- Матыцын А. К. 2002. *Вертикальная интеграция: теория и практика*. М.: Новый век.
- Ованесов А. 2003. Российские холдинги выбирают модели позиционирования. *Управление компанией* (11): 4–5.
- Радыгин А. Д. 2004. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? *Вопросы экономики* (4): 42–65.
- Радыгин А. Д., Архипов С. 2000. Собственность, корпоративные конфликты, эффективность (некоторые эмпирические оценки). *Вопросы экономики* (11): 114–133.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Шмелева Н. А. 2002. *Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе*. М.: ИЭПП.
- Слияния и поглощения. Круглый стол Международного клуба директоров. 2002. *Журнал для акционеров* (6): 13–16.
- Тужилин А. 2001. Создание в группе компаний системы защиты от враждебных действий конкурентов. *Рынок ценных бумаг* (11): 18–21.
- Фрумкин К. 2002. Этапы корпоративной бюрократизации. *Финансовая Россия* (11–17 июля).
- Чандлер А. Д. 2003. Функции штаб-квартиры в многопрофильной фирме. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 91–122.
- Barclay M. J., Holderness C. G. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25 (2): 371–395.
- Bevan A., Estrin S., Kuznetsov B., Schaffer M., Angelucci M., Fennema J., Mangiarotti G. 2001. *The Determinants of Privatized Enterprise Performance in Russia*. Bureau of Economic Analysis: Moscow.
- Boone P., Rodionov D. 2002. *Rent Seeking in Russia and CIS*. Brunswick UBS Warburg: Moscow.
- Demsetz H., Lehn K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6): 1155–1177.
- Goold M., Campbell A. 1987. *Strategies and Styles: The Role of the Center in Diversified Corporations*. Basil Blackwell: Oxford.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1154.
- Lindert P. H. 1986. *International Economics*. 8th ed. Richard D. Irwin: Homewood, IL.

Статья поступила в редакцию
13 мая 2004 г.