

Преодоление институциональных ограничений в процессе реализации многоотраслевых проектов российскими корпорациями

© 2010 С.А. Ходырев

Московский государственный институт электроники и математики
(Технический университет)
E-mail: OET2004@yandex.ru

Автор обосновывает актуальность задачи улучшения корпоративного и стратегического управления в компаниях с участием государства. На передний план, по его мнению, выходят степень реальной подконтрольности государству менеджмента тех компаний, где оно участвует в капитале, его управляемости, лояльности, а также видение места и роли конкретных активов сквозь призму долгосрочного развития тех или иных интегрированных структур, включая государственные корпорации.

Ключевые слова: интегрированные корпоративные структуры, приватизация, интегрированные факторы, государственный контроль, компании с участием государства.

Принципиальное значение в исследованиях процессов формирования интегрированных корпоративных структур имеет анализ факторов таких организационных процессов в экономике и последствий такой контрактации хозяйственных связей.

В широком смысле слова формирование интегрированных корпоративных структур можно характеризовать как вертикальную интеграцию взаимоотношений между юридически самостоятельными / несамостоятельными компаниями, выходящих за рамки рыночных трансакций. Обращение к интеграционным факторам роднит эти исследования с работами по теории фирмы. В современной экономической литературе можно выделить несколько направлений развития теорий формирования интегрированных корпоративных структур:

- неоклассическая теория, связывающая интеграцию, с одной стороны, с возможностями повышения аллокативной эффективности (преодолением проблемы “двойной надбавки”), а с другой - с возможностями создания барьеров входа на пути потенциальных конкурентов;

- институциональный анализ, рассматривающий организацию корпоративных структур в контексте минимизации трансакционных издержек, проблем управления поведением исполнителя и влияния на них распределения прав собственности;

- теория динамических сравнительных преимуществ, рассматривающая экономическую интеграцию в связи с адаптацией к жизненным циклам продуктов и технологий¹.

Современные теоретические трактовки связаны с более конкретными эффектами реализации формирования интегрированных корпоративных структур:

1. Синергетическая теория (synergy theory) ориентируется на эффект сложения сил, который превышает арифметическую сумму. В соответствии с ней появляющаяся при интеграции бизнеса новая промышленная структура может использовать широкий спектр преимуществ (синергий), которые возникают вследствие объединения ресурсов этих корпораций. Все синергетические эффекты можно разделить на два типа: операционные синергии и финансовые синергии.

Операционные синергии представлены следующими эффектами:

- Экономия операционных издержек (эффект агломерации).

Новая интегрированная корпоративная структура, возникшая в результате слияния или поглощения, может добиться серьезного сокращения административных, маркетинговых и многих других операционных издержек. Эффект слияния в этом случае может быть выражен формулой, описывающей кривую опыта/обучения (experience/learning curve):

$$C_p = C_b (Q_p/Q_b)^{-e},$$

где C_p - плановые издержки на единицу продукции;
 C_b - базовые издержки на единицу продукции;
 Q_p - суммарный плановый объем продукции;
 Q_b - суммарный базовый объем продукции;
 e - эластичность издержек на единицу продукции (константа).

Закон кривой опыта/обучения гласит, что “издержки на единицу продукции при получении добавленной стоимости применительно к стандартному товару, измеренные в постоянных денежных единицах, уменьшаются на фиксированный процент при каждом удвоении объема продукции”². Эмпирические данные показыва-

Мотивация поведения менеджмента корпораций

| № п/п | Проблема | Определение |
|-------|-------------------------------------|--|
| 1 | Мотивация | У менеджеров бывают причины прилагать для управления компанией меньше усилий, чем ожидали от них акционеры |
| 2 | Выбор инвестиционного горизонта | Менеджеры всегда имеют меньший инвестиционный горизонт по сравнению со своими акционерами. Менеджеры предпочитают краткосрочные проекты, увеличивающие их собственное благосостояние, долгосрочным, увеличивающим благосостояние акционеров |
| 3 | Степень принятия риска | Благосостояние менеджера напрямую зависит от того, останется ли он на своем посту или же будет смещен с него (в результате решения совета директоров или банкротства компании), поэтому менеджеры всегда более осторожны в принятии решений по сравнению со своими акционерами |
| 4 | Эффективность использования активов | У менеджеров могут существовать мотивы неэффективного использования активов компании, так как их собственное благосостояние напрямую не зависит от воздействия использования активов на стоимость компании |

Источник: Паннэ Я.Ш., Галухина Я.С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993-2008 гг. М., 2009.

ют, что темп снижения издержек на единицу товара составляет в США для корпораций автомобильной промышленности 12%, сталелитейных и самолетостроительных корпораций 20%, а для корпораций, специализирующихся на производстве полупроводников, 40%.

- Экономия на НИОКР (research and development).

Корпорация-покупатель может использовать научно-исследовательские центры приобретенной корпорации, а также ее работников для разработки и внедрения новых продуктов, существенно сокращая при этом издержки, связанные с подобной деятельностью.

- Эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов.

Крупные корпорации и небольшие компании нередко обладают взаимодополняющими ресурсами. При формировании на этой основе интегрированных корпоративных структур выигрывают все: небольшая компания получает доступ к финансовым ресурсам, а крупная - нужный ей продукт по низкой цене (и отсутствие затрат на развитие собственного производства).

- Увеличение размеров рыночной ниши корпорации.

Захват большого сегмента рынка путем проведения горизонтального/вертикального слияния влечет за собой значительное сокращение конкуренции на нем, что выгодно новой корпорации, но приводит к монополизации рынка. Именно поэтому во многих странах мира в последние несколько десятилетий ведется борьба против слияний, "ограничивающих конкуренцию".

Финансовые синергии связаны с созданием налоговых щитов (уход от налогообложения)³. Возможность использования интеграции как способ ухода от налогообложения играет не последнюю роль среди факторов, стимулирующих сли-

яния. Например, корпорации могут принять решение о слиянии, если одна из них обладает налоговыми льготами, а другая нет. Тогда, если после слияния налоговые льготы распространяются на новую корпорацию, это выгодно обеим корпорациям.

2. В рамках агентской теории (agency cost theory) менеджеры уже не действуют в интересах своих акционеров, их основным мотивом являются собственные интересы, зачастую не совпадающие с интересами акционеров (см. таблицу). У менеджеров есть причины для того, чтобы позволять своим корпорациям расти, превышая оптимальные размеры, путем слияний и поглощений. Рост и, как следствие, концентрация ресурсов, подконтрольных менеджменту, увеличивают их власть.

В практике бизнеса разработаны приемы контроля за деятельностью менеджеров. Прежде всего, это контроль фондового рынка. Рынок капиталов быстро сигнализирует акционерам компании (через стоимость акций компании на фондовом рынке) о том, что ее менеджмент заботится больше о своих собственных интересах, чем об увеличении их чистого благосостояния.

Другим инструментом контроля для акционеров могут быть контракты, заключаемые с менеджером при его найме на работу, в которых четко прописаны все его обязанности, все решения, которые он может и не может принимать, размер и условия его вознаграждения и т.д.

Новым мощным инструментом в данной области является рынок корпоративного контроля с формированием интегрированных корпоративных структур в промышленности, который материально не существует, но существует его реальный измеритель - фондовый рынок. Основная предпосылка, лежащая в основе эффективного функционирования рынка корпоративного

контроля, - это то, что существует высокая положительная корреляция между эффективностью менеджмента компании и рыночной стоимостью ее акций⁴. Если какая-то компания под управлением своего менеджмента работает неудовлетворительно, то это находит свое отражение в падении рыночной стоимости ее акций. В этом случае компания достаточно быстро становится потенциальной целью поглощения со стороны других компаний. Основными мотивировками компаний-покупателей здесь выступают:

1. Менеджеры компании-покупателя могут надеяться при помощи присоединения или поглощения захватить благосостояние менеджеров компании-цели, которое носит форму заработной платы, пенсий, компенсационных и бонусных схем поощрения.

2. Заниженная за счет неэффективного управления своим текущим менеджментом стоимость акций компании-цели может отражать ее скрытый потенциал, который раскроется, как только контроль над корпорацией перейдет к более эффективному менеджменту. Чем ниже стоимость акций по сравнению с той стоимостью, которую бы она имела, управляй ею более эффективный менеджмент, тем больше ее привлекательность как компании-цели.

Таким образом, рынок корпоративного контроля выполняет следующие функции:

- решает агентские конфликты внутри компании при помощи удаления ее неэффективного менеджмента посредством слияний или поглощений;

- повышает качество управления компанией, так как при развитом рынке корпоративного контроля каждый менеджер понимает, что чем ниже качественный уровень его управления, тем скорее его компания станет целью поглощения, а значит, растет шанс лишиться работы;

- увеличивает эффективность и конкурентоспособность корпоративного сектора национальной экономики.

Рынок корпоративного контроля позволяет быстро заменять неэффективный менеджмент эффективным и разрешать агентские конфликты, которые значительно снижают стоимость компаний.

3. В соответствии с теорией гордыни (*hubris theory*) формирование интегрированных корпоративных структур - это результат индивидуального неэффективного решения менеджеров корпорации-покупателя, поскольку в этом случае отсутствуют синергии.

Как правило, формирование интегрированных корпоративных структур имеет в своей основе все три теоретические концепции:

- в выборке тендерных предложений, характеризующихся положительной общей доходностью (252 предложения), доминирующей является синергетическая теория интеграции корпораций. В 49,4 % случаев корпорация-покупатель получила положительный доход от слияния, в то время как в 95,8% случаев позитивный доход от слияния получала корпорация-цель. Общая же доходность от интеграции была положительной в 76,4% случаев. В среднем для 3/4 всех интеграций корпораций основной мотивировкой была реальная синергия;

- оставшаяся 1/4 всех интеграций объясняется теорией агентских издержек и теорией гордыни. Доминирующей является теория агентских издержек. По поводу присутствия или отсутствия теории гордыни точно ничего сказать нельзя.

Итак, отраженные в западных теоретических разработках факторы формирования интегрированных корпоративных структур связаны с процессами централизации принятия решений и концентрации средств производства.

К специфическим чертам сложившейся в результате слияний и поглощений системы корпоративного управления в российской промышленности, кардинально отличающейся от западных аналогов, можно отнести:

- преобладание акционерной собственности, причем преимущественно в форме открытых акционерных обществ;

- высокая распыленность основной части акционерного капитала между мелкими держателями акций - физическими лицами;

- аккумулярование основной части капитала в руках инсайдеров-работников и менеджеров приватизированных предприятий;

- обесценивание приватизируемой собственности, ее продажа лицам, происхождение капитала которых не было связано с развитием реального производства;

- сохранение значительной части пакетов акций в собственности государства.

Другими словами, происходит существенное расширение "зоны контроля" менеджеров за счет резкого сокращения "зоны контроля" работников. В этой связи важнейшим вопросом корпоративного управления в России является понимание адекватности его инсайдерской модели для решения фундаментальной проблемы стабилизации процессов расширенного воспроизводства в стране⁵.

В экономике переходного типа широкое распространение получили гибридные формы организации бизнеса. Они реализуются путем заключения явных или неявных контрактов меж-

ду экономическими агентами как по вертикали, так и по горизонтали. Эти формы межфирменной координации преодолевают ограничения рыночных контрактов и предпочитают полную консолидацию деятельности предприятий (в противоположность фирме), именно поэтому в мировой экономической литературе они названы гибридными. К ним относятся холдинги, официально зарегистрированные финансово-промышленные группы (ФПГ) и группы фирм, объединенных использованием натуральных расчетов, а также консорциумы. В этом случае обеспечивается эффективная координация взаимодействия производителей вдоль всей технологической цепочки, но не на базе объективного ценового фактора, а на основе субъективных договоренностей (зачастую устных контрактов) экономических агентов, теряющих больше в случае отсутствия подобных соглашений. Таким образом, вертикальные и горизонтальные, явные и неявные контракты в форме интегрированных корпоративных структур, возникающих в результате сделок контрактации хозяйственных связей, выступают в российской практике аналогами так называемых вертикальных ограничений в развитой рыночной экономике, имеющими специфические черты, привнесенные переходным состоянием российского хозяйства.

Содержание принятых государством антикризисных мер при доминирующей ориентации на ограничение расширения прямого участия государства в капитале, в принципе, допускало тот или иной приватизационный сценарий.

Однако выработка будущей повестки приватизации и ее возможного формата столкнулась с известными трудностями.

Во-первых, основная масса оставшейся непосредственно у государства собственности представлена либо низколиквидными объектами (требующими осуществления крупных инвестиций или недостаточными для получения контроля, как в случае с миноритарными пакетами акций), либо, напротив, объектами очень привлекательными (речь может идти, например, о контрольных или блокирующих пакетах акций в монополиях общенационального значения), продажа которых если и возможна, то только по адекватной рыночной цене при наличии определенных предпосылок. Весьма вероятно, что в ходе кризиса перечень проблемных активов, принадлежащих государству, может расширяться.

Во-вторых, финансовый кризис, следствием которого стали обвал фондового рынка, обесценение активов и отсутствие на российском рынке многих потенциальных инвесторов, сталкивающихся с серьезными проблемами в своих стра-

нах, выступает естественным ограничителем приватизации.

В такой ситуации перспективы серьезного увеличения бюджетных доходов от приватизации весьма и весьма проблематичны, особенно без учета активов в топливно-энергетическом комплексе. Надеяться на получение солидных сумм можно будет, по-видимому, когда более явно обозначатся тенденции к выходу российской экономики из кризиса, а в развитых странах он будет близок к завершению, следствием чего станет приток капитала и инвестиций в страны с так называемым *emerging markets*, в том числе Россию.

Именно поэтому включение в приватизационную программу крупных активов - таких, как Сбербанк, ВТБ, РЖД, Аэрофлот, аэропорт "Шереметьево", - в ближайшей перспективе не планируется. Так, применительно к ВТБ достаточно сказать, что в среднесрочной перспективе допускается возможность продажи лишь миноритарного пакета его акций, тогда как в настоящее время доля государства в его капитале составляет 85,5%.

В-третьих, ориентация на доходы бюджета как единственный критерий при проведении приватизационной политики, особенно в условиях кризиса, находится в определенном противоречии с задачами так называемой структурной приватизации, прежде всего с привлечением инвестиций в целях модернизации производства.

Минэкономразвития совместно с Росимуществом готовит поправки в закон о приватизации, предусматривающие проведение аукционов с инвестиционными условиями.

Причем в ряде случаев, например, если продаются госпакеты инфраструктурных предприятий, в условия аукциона может быть включено и требование по сохранению профиля деятельности⁶.

В данной связи необходимо напомнить о весьма низкой эффективности инвестиционных конкурсов, продемонстрированной в 1990-е гг. Объем инвестиций, поступивших от продаж на инвестиционном конкурсе (с учетом выполнения обязательств, взятых в предыдущие годы), составил в 1997 г. всего 1,3% всех инвестиций в основной капитал (в 1994-1996 гг. - менее 1%). Наряду с этим немалая часть инвесторов, даже принимавших участие в инвестиционных конкурсах, продемонстрировала яркие образцы недобросовестного поведения, срывая выполнение принятых обязательств, следствием чего стала отмена их согласно второму закону о приватизации 1997 г. с заменой на коммерческие конкурсы с инвестиционными и (или) социальными условиями⁷, когда права соб-

ственности переходят к победителю конкурса только после выполнения соответствующих обязательств. Действующий закон о приватизации 2001 г. допускает применение конкурса как самостоятельного способа приватизации, но являющийся исчерпывающим перечень его возможных условий⁸ не содержит условий привлечения инвестиций для реструктуризации предприятия. Де-факто речь может идти только о конкурсе с социальными условиями.

Говоря по существу о возможном возвращении к практике приватизации с инвестиционными обязательствами и ее перспективах, можно предположить, что этот аспект во многом сродни вопросу о целесообразности точной настройки действующей налоговой системы в сторону поощрения конкретных видов деятельности (например, инноваций), иными словами, о том, является ли государственное администрирование достаточно адекватным для контроля за использованием тех или иных правовых норм по декларируемому целевому назначению.

В-четвертых, кризисное положение, в котором оказались многие частные компании, поспешившие обратиться за поддержкой государства, высветило тот не вполне очевидный до последнего времени факт, что частный бизнес далеко не всегда является синонимом эффективного собственника и ответственного владельца активов. Сравнительная эффективность государственных и частных компаний в плане устойчивости к кризису и потребностей в поддержке государства требует дополнительного изучения с учетом современных реалий.

В-пятых, частичное смещение центра тяжести при принятии решений о возможной приватизации от государственных органов власти к различным интегрированным структурам с участием государства (один из примеров – “Роснефтегаз”, обеспечивающий его косвенный контроль над “Роснефтью” и “Газпромнефтью”), ставшим по различным основаниям обладателями большого количества активов (получение от государства при создании, приобретение в ходе слияний и поглощений), делает очень весомой, если не ключевой, позицию менеджмента данных структур.

Если такие структуры инициируют продажу активов, то государство вправе рассчитывать на определенное возмещение, по крайней мере, за активы, ранее внесенные туда на безвозмездной основе. Представляется, что прежде всего это относится к созданным в 2007–2008 гг. госкорпорациям, оказавшимся вне правового поля подлинной корпоратизации, и к реципиентам программ государственной поддержки в период кризиса. В каких-то случаях государство может ми-

риться с игнорированием бюджетных проблем в ходе проведения “большой приватизации” интегрированными структурами, но тогда обязательный набор поведенческих требований к таким хозяйствующим субъектам должен включать отсутствие всех видов просроченной задолженности, отказ от участия в слияниях и поглощениях на определенный период, активизацию инвестиционной активности с учетом приоритетов антикризисной программы правительства.

В противном случае весьма вероятно повторение характерной для ранних этапов российской приватизации ситуации бесконтрольного обогащения менеджмента, когда объектом корпоративного управления или приватизации становилась оболочка головной компании холдинга, лишившаяся своих наиболее ценных дочерних производственных или финансовых активов.

В-шестых, необходимо понимание того, что стимулирование приватизационного процесса само по себе не является достаточным условием для изменения ситуации на рынке корпоративного контроля. Очень многое зависит от регулирования участия компаний с долей государства в капитале в слияниях и поглощениях. Первостепенное внимание в этом отношении должно быть уделено ограничению приобретения непрофильных активов, более тщательной селекции решений, требующих согласия государства и как собственника, и как регулятора рынков.

Таким образом, на передний план выходят степень реальной подконтрольности государству менеджмента тех компаний, где оно участвует в капитале, его управляемости, лояльности, а также видение места и роли конкретных активов сквозь призму долгосрочного развития тех или иных интегрированных структур, включая государственные корпорации. Это актуализирует задачу улучшения корпоративного и стратегического управления в компаниях с участием государства. В данной связи определенную роль могло бы сыграть распространение практики привлечения в органы управления таких компаний профессиональных директоров.

¹ См.: *Puffer S. M., McCarthy D. J.* The Emergence of Corporate Governance in Russia // *J. of World Business*. 2003. Vol. 38. P. 284–298; *Yakorjlev A.* Evolution of Corporate Governance in Russia: Governmental Policy Vs. Real Incentives of Economic Agents // *Post-Communist Economies*. 2004. Vol. 16. P. 387–403.

² *Яковлев А. А., Данилов Ю. А.* Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование // *Рос. журн. менеджмента*. 2007. Т. 5. □ 1. С. 3–34.

³ Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis / T. Dolgopyatova, I. Iwasaki, A. Yakovlev (eds.). Basingstoke, 2009.

⁴ Делать средний бизнес / А. Виньков [и др.] // Эксперт. М., 2008. С. 10.

⁵ См.: Выступление А.Н. Шохина на VII Международной научной конференции ГУ-ВШЭ “Модернизация экономики и государство”. URL: www.hse.ru/org/hse/conf-april_ru/2006.

⁶ Интервью заместителя руководителя Росимущества Э.Л. Адашкина РИА Новости. 2009. 25 нояб. URL: www.rosim.ru.

⁷ Коммерческий конкурс как самостоятельный метод приватизации активно применялся и в 1992-1997 гг., в основном в ходе малой приватизации, когда покупатель предприятия брал определенные обязательства, чаще всего по сохранению профиля

его деятельности. После принятия закона о приватизации 1997 г. произошло фактическое объединение инвестиционного и коммерческого конкурса в один метод.

⁸ Условия конкурса могут предусматривать: (1) сохранение определенного числа рабочих мест; (2) переподготовку и (или) повышение квалификации работников; (3) ограничение изменения профиля деятельности унитарного предприятия или назначения отдельных объектов социально-культурного, коммунально-бытового или транспортного обслуживания населения либо прекращение их использования; (4) проведение реставрационных, ремонтных и иных работ в отношении объектов культурного наследия, объектов социально-культурного и коммунально-бытового назначения.

Поступила в редакцию 07.09.2010 г.