

Интегрированные корпоративные структуры в российской промышленности

© 2010 И.М. Брячак

Институт экономики и социальных отношений, г. Москва

E-mail: OET2004@yandex.ru

Рассматривается роль корпоративных структур в российской промышленности, их экономическая эффективность в исторической ретроспективе и в настоящее время.

Ключевые слова: промышленность, трансформация, интегрирование, корпоративные структуры.

Формирование интегрированных корпоративных структур для решения многоотраслевых проблем представляет собой важнейшую черту общемировых процессов трансформации промышленных компаний, вызванных к жизни глобальным экономическим кризисом 2008-2009 гг. В этих условиях исключительную востребованность приобрела методика разработки рекомендаций по организации разнообразных промышленных структур, нацеленных на решение взаимообусловленных проблем.

До сих пор остаются нерешенными многие проблемы эффективного функционирования крупных интегрированных структур, поскольку часто почти сразу же после их формирования топ-менеджеры вынуждены разрабатывать стратегию их разделения на несколько узкоспециализированных фирм. В результате трудно корректно ответить на вопрос: является ли это признаком неэффективности конгломератов или же менеджмента, реализующего стратегию интеграции бизнеса.

Накануне кризиса в России был накоплен уже достаточно большой опыт проведения организационной реструктуризации промышленных компаний, но до последнего времени не было попыток осмыслить и обобщить этот опыт. В итоге кризиса открытым остался вопрос о том, насколько формирование интегрированных корпоративных структур эффективно для решения проблем многоотраслевого характера в российских условиях.

Вопросы реорганизации компаний, в том числе связанные с сопровождающими их организационными изменениями, всегда находились в центре внимания менеджеров-практиков. Опыт слияний, поглощений и разделений свидетельствует, однако, что решения в этой области, как правило, не имели системного характера, а были результатом случайного поиска, часто приводящего к неудачам. Об этом свидетельствует тот факт, что более 50 % слияний и поглощений оказывались неэффективными.

Вместе с тем в последнее время появляется все больше публикаций российских и зарубежных авторов, посвященных обобщению западного опыта

по данным вопросам, что требует систематизации и выделения положений, применимых для российской практики.

Можно отметить три этапа формирования интегрированных корпоративных структур, реализация которых привела к формированию современных холдингов в российской промышленности: до 1992 г. включительно (до начала массовой приватизации); с 1993 по 1998 г. (период массовой приватизации в сочетании с трансформационным спадом); начиная с 1999 г. (период экономического подъема) до кризиса 2008-2009 гг. На первом этапе происходило слияние и поглощение путем организации холдингов самыми крупными компаниями топливно-энергетического комплекса (включая энергетику и топливную промышленность). Предприятия других отраслей прибегали к стратегии слияния и поглощения для формирования холдингов в течение второго и особенно активно - третьего этапа. Например, в пищевой промышленности число компаний, вошедших в холдинги за шесть лет начиная с 1999 г., превысило аналогичный показатель второго этапа в 4 раза, а в машиностроении - вдвое. При этом не наблюдается зависимости времени реализации стратегии слияния или поглощения от размера предприятий (за исключением ТЭК).

О субъективной оценке стимулов к формированию интегрированных корпоративных структур в промышленности можно судить по двум индикаторам: кто выступал инициатором присоединения к группе и какой выигрыш получило предприятие, действуя в рамках холдинга. Среди инициаторов включения предприятия в холдинг главную роль играют собственники последнего (отметили более 40% респондентов). Однако в $\frac{1}{3}$ случаев инициатива исходила и от частных собственников предприятий, что свидетельствует о преобладании "дружественных" слияний в российской промышленности над "враждебными".

Органы государственной власти сыграли сравнительно незначительную роль в качестве инициаторов реализации контрактации хозяйственных связей в промышленности и практи-

чески ничтожную - в сделках, заключенных после 1999 г. (только 7 из 190 респондентов указали на инициативу органов власти). Исключение составляют компании энергетики и связи (см. табл. 1).

Другими словами, формирование интегрированных корпоративных структур в промышленности выступало основной формой адапта-

ции бизнеса к неопределенной внешней среде в российской промышленности.

По характеристикам контроля входящие в холдинги акционерные общества, особенно дочерние предприятия групп, существенно отличаются от автономных компаний (см. табл. 2). Компании холдингов в основном находятся под

Таблица 1. Субъекты, контролирующие деятельность холдингов, в разрезе отраслей*

Отрасли	Владельцы								Всего респондентов
	Частные российские		Частные иностранные		Государство		Контроль еще не сложился		
	число респондентов	доля в численности занятых, %	число респондентов	доля в численности занятых, %	число респондентов	доля в численности занятых, %	число респондентов	доля в численности занятых, %	
ТЭК	19	44,5	-	-	23	55,5	-	-	42
Металлургия	17	88,3	1	9,9	1	1,9	-	-	19
Машиностроение и металлообработка	68	89,3	4	3,2	6	6,8	1	0,7	79
Химическая и нефтехимическая	7	57,2	1	35,2	1	7,6	-	-	9
ЛДЦБ	17	70,7	2	5,9	-	-	2	23,4	21
Легкая	6	91,0	2	9,0	-	-	-	-	8
Пищевая	53	88,1	3	6,3	4	3,9	1	1,7	61
ПСМ	13	95,7	-	-	1	4,3	-	-	14
Связь	18	13,5	5	1,0	28	85,5	-	-	51
Всего	218	50,7	18	4,0	64	44,5	4	0,8	304

* Отраслевая принадлежность определялась в соответствии с принадлежностью предприятий-респондентов; численность занятых рассматривалась для них же.

Таблица 2. Собственность и управление на автономных и входящих в холдинги предприятиях (учитывалась только доля респондентов, давших определенный ответ на заданный вопрос, их число указано в скобках, %)

Индикатор концентрации, разделения и совмещения собственности	Автономные (1)	Входящие в холдинги (2)	В том числе в составе холдинга		Различия значимы на 5%-ном уровне
			головные (3)	дочерние (4)	
Есть контролирующий собственник или консолидированная группа собственников	85,2 (461)	90,7 (311)	90,7 (43)	90,7 (268)	между (1) и (2)
Есть владелец (консолидированная группа владельцев) контрольного пакета акций (50%+1 акция)	66,3 (460)	78,1 (297)	66,7 (42)	80,0 (255)	между (1) и (4)
Помимо владельца контрольного пакета имеется владелец с блокирующим пакетом	32,7 (294)	27,2 (224)	50,0 (28)	24,0 (196)	между (1), (3) и (4)
Крупные собственники выступают менеджерами предприятия	56,2 (473)	35,0 (309)	53,5 (43)	32,0 (266)	между (1), (3) и (4)
Генеральный директор (председатель совета директоров) является акционером предприятия	70,2 (477)	50,7 (304)	68,3 (41)	47,9 (263)	между (1), (3) и (4)
Крупные собственники являются менеджерами, генеральный директор является акционером*	48,2 (458)	26,2 (294)	42,5 (40)	23,6 (254)	между (1), (3) и (4)
Крупные собственники являются менеджерами, генеральный директор не является акционером*	7,9 (458)	8,5 (294)	10,0 (40)	8,3 (254)	-
Крупные собственники не являются менеджерами, генеральный директор является акционером*	22,5 (458)	24,5 (294)	25,0 (40)	24,4 (254)	-
Крупные собственники не участвуют в управлении, генеральный директор не является акционером*	21,4 (458)	40,8 (294)	22,5 (40)	43,7 (254)	между (1) и (4)

* Индикаторы разделения и совмещения собственности и управления предложены Т. Долгопятовой.

односторонним контролем, не уравновешенным наличием владельца блокирующего пакета. При этом контроль в большей степени опирается на владение акциями: если среди автономных предприятий $\frac{2}{3}$ указали на наличие акционера или единой группы акционеров, владеющих контрольным пакетом, то среди дочерних предприятий холдингов таких уже около $\frac{4}{5}$. Однако сюда не входят ТЭК и отрасли связи, подавляющая часть предприятий которых находится под контролем частных владельцев.

Большинство сделок, оформивших присоединение компаний к холдингам, имело синергии, связанные с повышением конкурентоспособности. По опросам менеджеров предприятий, в результате присоединения к холдингам повышается производительность труда.

Крупнейшие российские холдинги, возникшие в результате сделок слияний и поглощений, контролируют почти половину российской промышленности и подавляющую часть компаний, чьи акции обращаются на фондовом рынке. Пройдя этап приобретения недооцененных активов или установления контроля над ними с помощью неимущественных инструментов в течение 1990-х гг., холдинги в последние годы осуществляют реструктуризацию входящих в них компаний. Не случайно контролирующие холдинги группы выступают не просто крупнейшими владельцами, но и более эффективными собственниками по сравнению с владельцами отдельных предприятий.

В 2006 г. зафиксирован новый рекорд на российском рынке слияний и поглощений: он достиг объема 71 млрд. долл., что составило 46% прироста по сравнению с 2005 г. Причем на российские компании приходится подавляющая доля рынка слияний и поглощений Центральной и Восточной Европы, объем которого оценивается

в 111 млрд. долл. в 2006 г. (37% - прирост по сравнению с 2005 г.). По оценкам PricewaterhouseCoopers, именно на зарубежные приобретения российских компаний было направлено 11 млрд. долл. Главной сделкой 2006 г. было создание "Русалом", СУАЛом и Glencore "Российского алюминия".

Параллельно с зарубежными приобретениями росла доля привлечения средств путем первичного публичного размещения акций (Initial Public Offering - IPO), объемы привлечения по которым составили 18 млрд. долл., а в 2007 г. их рост был еще значительнее.

Однако кризисные 2008-2009 гг. внесли существенные коррективы в планы крупных промышленных компаний относительно формирования интегрированных корпоративных структур, в том числе для реализации межотраслевых проектов.

Потеряв за кризис четверть триллиона долларов, крупнейшие компании России уже сейчас активно инвестируют в посткризисный рост. Суммарный объем продаж 400 крупнейших компаний России в 2009 г. составил 880,6 млрд. долл. До рекордной планки 1,14 трлн. долл., установленной участниками рейтинга "Эксперта" 2008, недостает больше четверти триллиона (см. рис. 1).

В такую цену обошелся крупному бизнесу глобальный экономический кризис. Конечно, свою роль сыграли и девальвация рубля, и частичные изменения в составе компаний, но, даже если судить по формальным показателям, потери достаточно велики. Номинальное падение выручки на 2% в этом рейтинге, скорректированное на уровень инфляции 2009 г., в реальности означает практически 10%-ное снижение доходов крупных компаний.

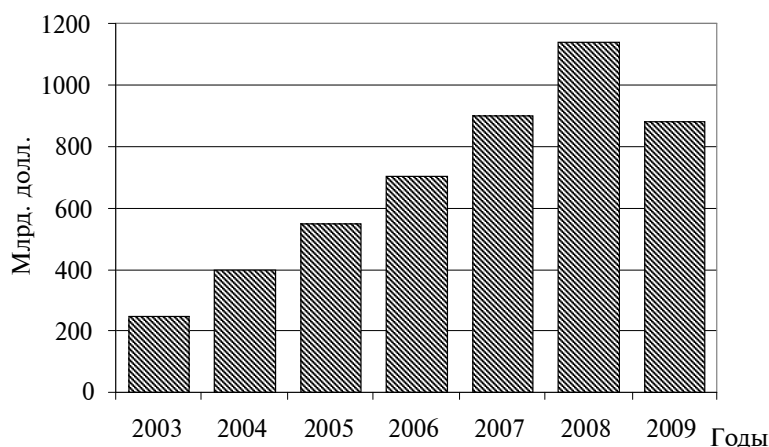


Рис. 1. Динамика объема реализации продукции 400 крупнейших компаний РФ

Источник. Построено автором по данным "Эксперт РА".

Таблица 3. Интегрированные корпоративные структуры в рейтинге "Эксперт-400"

Регион	Количество компаний	Доля в суммарном объеме реализации рейтинга "Эксперт-400", %	Объем реализации в 2009 г., млн. руб.
Межрегиональные компании	254	86,13	24 057 350,7
Москва	46	4,22	1 177 781,4
Московская область	13	1,48	412 163,2
Санкт-Петербург	15	1,25	348 297,5
Челябинская область	5	0,94	263 201,0
Республика Татарстан	3	0,74	207 289,0
Республика Башкортостан	5	0,62	172 254,7
Самарская область	5	0,53	148 869,4
Тюменская область	4	0,45	125 603,5
Краснодарский край	5	0,40	110 527,9
Кемеровская область	4	0,36	101 456,4
Ленинградская область	4	0,35	97 452,1
Свердловская область	5	0,34	96 295,9
Пермский край	3	0,28	78 562,6
Ростовская область	3	0,19	52 916,6
Иркутская область	1	0,19	52 909,3
Калужская область	2	0,15	40 793,6
Нижегородская область	2	0,13	35 981,0
Владимирская область	1	0,10	29 290,9
Чукотский автономный округ	1	0,10	29159,2
Курская область	1	0,09	25 131,4
Новосибирская область	1	0,09	24 736,0
Хабаровский край	2	0,08	23 143,9
Амурская область	2	0,08	23 086,3
Калининградская область	1	0,08	22 055,4
Республика Коми	1	0,08	21 346,0
Липецкая область	1	0,06	16 516,9
Республика Саха (Якутия)	1	0,06	16 488,5
Омская область	1	0,06	16 283,1
Белгородская область	1	0,06	15 533,9
Воронежская область	1	0,06	15 421,1
Красноярский край	1	0,05	14 121,5
Удмуртская Республика	1	0,05	13 021,1
Республика Карелия	1	0,04	12 145,3
Архангельская область	1	0,04	11 873,0
Тульская область	1	0,04	11 758,3
Сахалинская область	1	0,04	10 751,9

В результате в отраслях, ориентированных на потребительский спрос, главными факторами успеха стало расширение региональных сетей, т.е. формирование интегрированных корпоративных структур. Число интегрированных корпораций в списке РЭ-400 увеличилось только за один год с 247 до 254 (см. табл. 3). Именно с ними связывается сегодня успешная реализация межотраслевых программ, которые обычно включаются в их инвестиционные программы. Конкретные проекты, обозначенные в отраслевых стратегиях и федеральных целевых программах, приводятся ниже.

В **авиастроении** запланировано возобновление серийного производства самолетов в результате реализации проектов регионального SSJ и ближне-среднемагистрального MC-21. Оба проекта позволяют сохранить авиастроительную от-

расль, но не могут претендовать на статус про-рывных - как по уровню используемых технологий, так и по прогнозным объемам выпуска.

Реанимация отечественной **фармацевтики** путем замещения на внутреннем рынке импортных дженериков отечественными лекарствами тоже из разряда имитаций. В данном случае речь идет о возврате "своей" доли рынка, а новых оригинальных отечественных препаратов ждут не ранее чем через десять лет.

Программа **строительства скоростных магистралей РЖД**, протяженность которых должна достигнуть к 2030 г. 1528 км, мало сравнима с аналогичными проектами, реализуемыми, например, в Китае, где уже сейчас протяженность скоростных стальных железнодорожных магистралей составляет 6920 км, а к 2020 г. превысит 16 тыс. км.

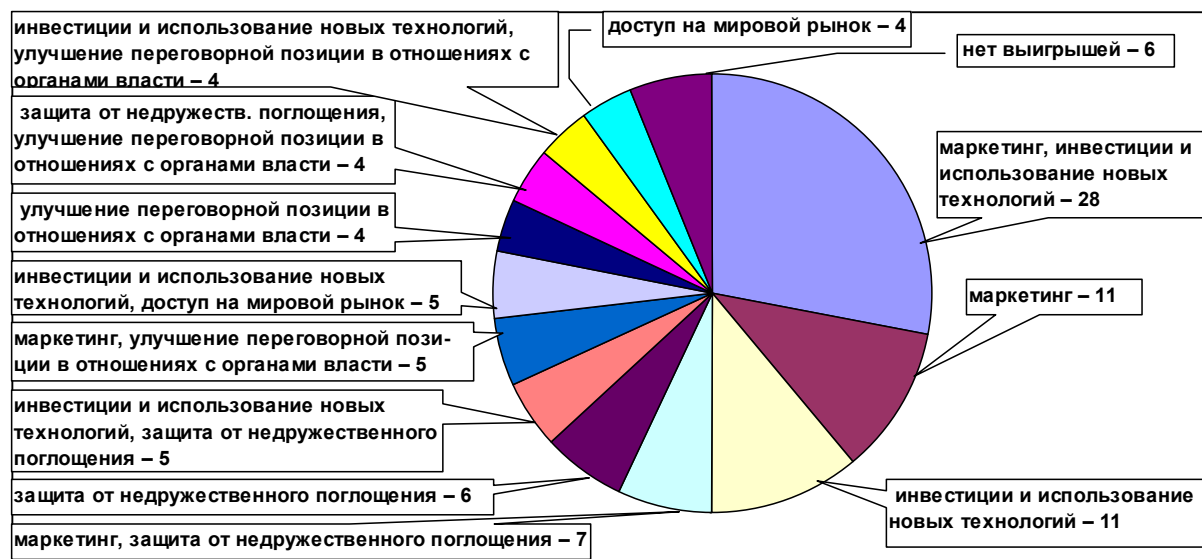


Рис. 2. Выгоды от присоединения к холдингам, % от числа ответивших респондентов

Источник. Составлено автором по данным "Эксперт РА".

Российская *генеральная схема размещения объектов электроэнергетики* может с полным основанием быть отнесена к межотраслевым проектам, реализация которых находится на пересечении интересов интегрированных корпоративных структур в различных отраслях промышленности.

Круг этих структур довольно узок. Энергетическая стратегия России затрагивает интересы "Газпрома", десятка крупных нефтяных холдингов, двух десятков энергетических компаний. Развитие авиастроения, равно как и судостроительной промышленности, определяется двумя госкомпаниями - ОАК и ОСК, в которых сконцентрированы практически все дееспособные производственные активы. Российскую металлургию и химический комплекс сейчас формирует небольшое количество интегрированных структур. И такая ситуация характерна для большинства отраслей. Это связано с тем, что формирование российских холдингов создавало внутренний финансовый рынок. Не случайно на предприятиях холдингов второе и третье места среди источников финансирования инвестиций делят банковские кредиты и средства холдингов (15-20%). (Заметим, выгоды от присоединения к холдингам представлены на рис. 2.)

В 2000-х гг. данный рынок успешно развивался в большей степени в тех группах, где в течение длительного времени не выплачивали дивиденды по обыкновенным акциям и инструменты корпоративного управления, по-видимому, скорее имитировались, чем использовались.

Другими словами, и в условиях финансового кризиса подтверждается тот факт, что экономическая эффективность реализации межотраслевых

проектов интегрированными корпоративными структурами как в исторической ретроспективе, так и в настоящее время остается еще очень низкой:

- более 70% сделок не создают синергии и даже разрушают стоимость;
- более 50% крупнейших слияний и поглощений приводят к снижению акционерной стоимости компании; около 30% - практически на нее не влияют и менее 20% - ее создают;
- как правило, поглощения не создают добавочную стоимость для собственников поглощаемой фирмы - "проклятие победителя";
- 60% слияний не окупает вложенных в них средств;
- 60% объединившихся компаний отстают в своем развитии от других субъектов данного рынка и вновь разделяются на самостоятельные корпоративные единицы;
- менее 20% объединившихся компаний достигают желаемых финансовых или стратегических целей.

Существуют следующие основные причины неэффективности сделок слияний и поглощений:

1) *ex ante- и ex post-оппортунизм менеджеров*, которые инициируют сделки исходя из своих личных интересов (извлечение личных выгод, расширение сфер влияния и объема подконтрольных активов и пр.);

2) *неправильная оценка рисков и синергии в фазе планирования и подготовки сделки*. В частности, при поглощении обычно уплачивается существенная премия акционерам покупаемой компании, которая достигает 30-40% и может резко вырасти в ходе сделки, что в свою очередь может нивелировать ожидаемую синергию;

3) плохое планирование постинтеграционных процессов, просчеты и ошибки в проведении интеграции компании, а также высокие издержки данного процесса, что не даст возможности достигнуть намеченных показателей.

Все эти причины не позволяют достичь роста стоимости вновь созданной компании и даже приводят к ее разрушению, что обнаруживается уже после совершения самой сделки в фазе постинтеграции, когда проявляются реальные показатели деятельности такой компании.

¹ Акинфиев В.К. Управление развитием интегрированных промышленных компаний: теория и практика (на примере черной металлургии). М., 2011.

² Голубев М.П. Методология создания эффективных вертикально интегрированных холдингов. М., 2010.

³ Гришанков Д., Кабалинский Д. Воспроизводство прошлого // Эксперт. 2010. □39 (723). С. 92-97.

⁴ Михайлов Д.М. Эффективное корпоративное управление (на современном этапе развития РФ). М., 2010.

⁵ Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М., 2007.

⁶ Формирование корпоративного сектора экономики: зарубежный опыт и российская практика / под ред. В.Б. Кондратьева. М., 2009.

Поступила в редакцию 27.10.2010 г.