

**Московский Государственный Университет имени М.В. Ломоносова**

Экономический факультет

НА ПРАВАХ РУКОПИСИ

**ОСАДЧИЙ НИКОЛАЙ МИХАЙЛОВИЧ**

**Формирование отношений государства и крупного  
бизнеса в зарубежных странах и в России**

Специальность 08.00.14 Мировая экономика

Диссертация на соискание ученой степени кандидата  
экономических наук

Научный руководитель  
доктор экономических наук,  
проф. Касаткина Е. А.

Москва – 2009 г.

# Оглавление

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	<b>3</b>
<b>ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ВЗАИМООТНОШЕНИЙ ГОСУДАРСТВА И БИЗНЕСА</b> .10	
1.1 Группы интересов в экономике и политике .....	12
1.2 Роль риска и неопределенности в возникновении групп интересов .....	15
1.3 Механизмы реализации интересов и теория экономического регулирования .....	19
1.4 Поиск равновесия в отношениях бизнеса и власти. Механизм аукционов .....	22
1.5 Государственное регулирование экономики: предельные случаи .....	26
Выводы по первой главе .....	31
<b>ГЛАВА 2. РОЛЬ ГОСУДАРСТВА В ЭВОЛЮЦИИ КРУПНОГО БИЗНЕСА ЗА РУБЕЖОМ И В РОССИИ</b> .....	<b>32</b>
2.1 Опыт государственного стимулирования крупного бизнеса за рубежом.....	32
2.1.1 Становление японской модели кейрецу .....	38
2.1.2. Модель стимулирования корпораций в Южной Корее .....	43
2.1.3 Отношения государства и корпораций в странах Латинской Америки .....	48
2.2 Государственная политика приватизации и возникновение рыночных институтов в России...56	
2.2.1 Предпосылки рыночных преобразований .....	56
2.2.2 Государственная политика приватизации .....	58
2.2.3 Частный бизнес: обретение самостоятельности.....	63
2.2.4 Восстановление экономики и интеграционные процессы после кризиса 1998 г.....	67
2.2.5 Государство и бизнес: конфликт интересов .....	75
2.2.6 Усиление государства как собственника: переход от макроэкономической политики к микроэкономической.....	79
2.2.7 Государственно-частные партнерства в России.....	85
2.2.8 Крупный бизнес и фондовый рынок. Сравнение позиций частных и государственных компаний. 90	
2.2.9 Российская корпоративная модель в кризис 2008-2009 гг. ....	98
Выводы по второй главе .....	106
<b>ГЛАВА 3. МИРОВОЙ РЫНОК КАПИТАЛА КАК ИНСТРУМЕНТ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ РОССИЙСКОЙ КОРПОРАТИВНОЙ МОДЕЛИ</b> .....	<b>109</b>
3.1 Значение рынка капитала для стимулирования развития национальных корпораций.....	109
3.2 Сравнительный и доходный подходы в оценке капитала .....	113
3.3 Построение модели оценки капитала на основе мультипликаторов .....	115
3.4 Анализ различий в динамике рыночной стоимости российских и зарубежных активов .....	117
3.3.1 Роль государственной собственности в определении стоимости активов .....	120
3.3.2 Позиции российских корпораций в сравнении с отдельными зарубежными активами .....	123
3.3.3 Связь отклонений в стоимости активов с их размером и отраслевой принадлежностью .....	126
Выводы по третьей главе .....	134
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b> .....	<b>137</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА</b> .....	<b>143</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 1: МЕТОДИКА РАСЧЕТА ИНДЕКСА IVI, ОТРАЖАЮЩЕГО ПРЕМИУ/ДИСКОНТ ДЛЯ РЫНОЧНЫХ АКТИВОВ</b> .....	<b>150</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 2: РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИССЛЕДУЕМЫХ КОМПАНИЙ ПО ОТРАСЛЕВОЙ И ТЕРРИТОРИАЛЬНОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ</b> .....	<b>158</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 3: РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЕСОВ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ДЛЯ ОЦЕНКИ ОТРАСЛЕЙ</b> .....	<b>161</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ 4: СРЕДНЕМИРОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ДЛЯ ОТРАСЛЕЙ И СЕКТОРОВ НА 01.01.2009</b> .....	<b>163</b>

# Введение

## Актуальность темы исследования

Последние десятилетия ознаменовались глубокими трансформационными изменениями в экономических системах, охватившими как страны бывшего социалистического лагеря, так и многие быстро развивающиеся экономики Азии и Латинской Америки, — изменениями, означающими переход, как правило, от административно-командной, бюрократической системы либо элементов таковых к рыночно ориентированной экономике. Обобщение институциональных особенностей и закономерностей такого перехода в различных, и в то же время во многом схожих странах переходной экономики было и остается предметом обстоятельного исследования экономистов — как теоретиков, так и практиков, а также юристов, политологов, социологов.

В переходных процессах всех этих стран огромную роль играло и играет государство, которое само должно было перестраиваться, обновляя свои функции. Эта роль государства была особенно важна в деле создания одного из столпов современной рыночной экономики — крупного бизнеса. В работе эта функция государства исследуется на опыте преобразований в России, а также в сравнении с аналогичными переменами в таких разных по своему характеру странах, но переживших сходные процессы, как послевоенная Япония (совершившая переход от тотально-милитаризованной и разоренной войной экономики к современной рыночной), Южная Корея и Мексика.

В России эти трансформационные процессы еще далеки от своего завершения. Складывающиеся отношения между государством и крупным бизнесом, порой слишком «дружелюбные», а порой и враждебные, нуждаются в дальнейшем исследовании, особенно с точки зрения выработки соответствующих институциональных рамок этих отношений.

Формирование самостоятельных субъектов экономической деятельности в современной России началось в середине 1980-х гг. была дана свобода действий первым кооперативам. Последовавшая в начале 1990-х гг. смена экономического курса потребовала кардинального сокращения присутствия государства в большинстве отраслей промышленности. На базе существовавших раньше министерств и ведомств системы централизованного планирования образовались крупные, вертикально интегрированные холдинги. Процесс разгосударствления шел настолько быстро, что вновь возникшие бизнес-структуры неизбежно сталкивались со множеством проблем, среди которых — необходимость восстановления связей между разделенными звеньями технологических

цепочек, расчеты в условиях галопирующей инфляции и неплатежей, риски перехвата управления, несовершенство законодательства. За прошедшее с тех пор время отечественный бизнес сумел решить многие поставленные перед ним задачи, главная из которых заключалась в том, чтобы доказать свою конкурентоспособность в новых условиях. Однако до сих пор сохраняют актуальность вопросы, которые так и не удалось разрешить.

Важнейший из них — легитимность существования частных компаний, капитал которых зачастую формировался с нарушениями действующих законов. Вопрос о легитимности является ключевым для самостоятельной деятельности многих частных корпораций. Усиление давления органов государственного регулирования в середине 2000-х гг., выражающееся в претензиях к функциональной активности бизнеса, создании издержек для операционной деятельности, перераспределении ресурсов и активов в соответствии с приоритетами политической элиты — это процессы, отражающие неустойчивость текущего соотношения сил между ведущими группами интересов в национальной экономике.

Как видно, задача достижения равновесного состояния требует длительного времени на закрепление форм взаимоотношений между всеми участниками экономических процессов, включая корпорации и инвестиционное сообщество с одной стороны, и государство, представленное совокупностью правящих элит с другой. **Это создает объективную потребность в оценке эффективности данных взаимоотношений и сопутствующих им рисков для характеристики уровня развития институционального устройства и выработки стратегии долгосрочного развития национальной экономики.**

Подобная оценка осуществима лишь с учетом интересов всех сторон подобных взаимоотношений, которыми являются не только представители государства и компаний, но также стоящие за ними общество, акционеры и инвесторы. Сложность этой задачи возрастает по мере интеграции экономики в глобальный товарооборот и систему международных потоков капитала, диктующих свои требования к национальным игрокам и регуляторам их деятельности. Это делает актуальным учет интересов международного инвестиционного сообщества относительно внутренней политики государства, поскольку инвесторы определяют доступность ресурсов для развития и являются важным каналом информации об уровне рисков в экономике.

Благодаря этому связь крупных бизнес-структур с финансовыми рынками и особенно с рынками портфельного капитала представляет собой важный источник информации о результативности государственной политики и эффективности системы взаимоотношений власти и корпораций. Используя ее в качестве инструмента анализа

можно судить о качестве развития институциональной среды в стране и в отдельных секторах экономики, характеризующем текущее состояние, изменение во времени, а также соотношении с системами, сложившимися в других странах.

Следует указать, что эта связь несет в себе не только позитивную функцию, но, как показывает опыт кризисов 1998 и 2008-2009 гг., выявляет слабые места в развитии национальной экономики. Устранение таких мест является одной из первоочередных задач, стоящих перед государством и очевидно, что их решение лежит в плоскости взаимодействия с крупным бизнесом.

### **Цель исследования**

Цель исследования заключается в анализе истории, динамики, ключевых особенностей и перспектив развития национальных моделей взаимоотношений между государством, бизнесом и мировой финансовой системой на примере опыта стран, осуществивших масштабную трансформацию экономики, и России.

### **Задачами исследования являются:**

- Рассмотрение теоретических основ взаимоотношений государства и частных компаний на стадии интеграции в систему мирохозяйственных связей. Анализ предпосылок перехода экономических функций от государства к частному бизнесу. Исследование факторов достижения равновесного состояния между ними и предпосылок его нарушения.
- Выделение ключевых групп интересов в экономических системах зарубежных стран и в России в период перехода к рынку. Оценка их роли в определении стратегии корпоративного развития и государственной политики, связанной с регулированием деятельности корпораций.
- Выявление особенностей национальных моделей государственной политики по стимулированию формирования корпоративного сектора в России и зарубежных странах, рассмотрение ключевых этапов, динамики их развития, факторов ускорения роста и возникновения кризисных ситуаций.
- Рассмотрение роли внутреннего и зарубежного заемного капитала в развитии корпоративной среды. Оценка политики России по обеспечению доступа крупных бизнес-структур к финансовым ресурсам частного капитала.
- Оценка эффективности государственного воздействия на корпоративную среду в России с позиций международного инвестиционного сообщества. Расчет изменения параметров суверенного риска вследствие процессов разгосударствления и формирования частных корпораций в России. Сопоставление данных о рисках, присущих российской экономике, с экономиками других стран.

### **Объект исследования**

В качестве объекта исследования выбраны крупные компании России и других стран, прошедших переходный этап в своем развитии (Японии, Южной Кореи, Мексики).

Основное внимание посвящено анализу этапа проведения активных рыночных преобразований, включающих политику приватизации и стимулирующего регулирования.

Выбор зарубежных моделей для анализа продиктован наличием общих исходных предпосылок для проведения модернизации (кардинальная смена политического курса и целей экономического развития), а также присутствием сходных черт в алгоритмах ведения бизнеса и источниках ресурсов для развития. В частности, опыт модернизации Японии и Кореи опирается на возвращение крупных зависимых от государства бизнес-групп, а эволюция мексиканской модели базируется на высокой обеспеченности энергетическим сырьем и наличии масштабного государственного сектора в экономике, извлекающего из нее ренту.

### **Предмет исследования**

Предметом исследования является система взаимоотношений, выстраиваемая между агентами экономической деятельности: государством, собственниками частных бизнес-групп и мировой финансовой системой в период, следующий за фазой активного реформирования экономики со стороны государства.

### **Теоретические и методологические основы исследования**

В соответствии с целью исследования, в диссертации использовались методы экономического и исторического сравнения, а также обобщение статистической информации об объекте исследования. В работе проведено сравнение основных теоретических подходов к проблеме выстраивания связей между группами интересов в экономике, определены причины и стадии формирования объединенных групп влияния, которые оказывают воздействие на государственную политику. В основу исследования легли положения и взгляды на вопросы формирования и управления корпоративным устройством, изложенные в работах Г. Демзеца, М. Йенсена, Р. Коуза, У. Меклинга, Ф. Найта, Р. Познера, Д. Стиглера, Э. Хелпмана, А. Шляйфера.

В диссертации рассмотрены основные этапы развития экономических агентов в развивающихся экономических системах в период проведения активной государственной политики, направленной на регулирование деятельности бизнеса, на примере Южной Кореи, Японии, Мексики и России. Указанное направление исследования опиралось на данные отчетности представителей национальных бизнес-структур, а также на работы российских и зарубежных исследователей В. Автономова, С. Гуриева, А. Дынкина, Е. Журавской, Р. Капелюшникова, Я. Корнаи, Е. Леонтьевой, Р. Нуреева, Т. Оказаки, А. Олейника, А. Соколова, А. Федоровского, С. Харбера, Р. Энтова. Особое внимание

было уделено воздействию государства на ход интеграционных процессов в экономике как инициатора и регулирующего агента. Эти проблемы получили отражение в трудах С. Авдашевой, А. Афонцева, Ю. Винслава, О. Виханского, В. Дементьева, Т. Долгопятовой, Л. Евенко, В. Железовой, В. Мау, М. Осьмовой, Я. Паппэ, В. Полтеровича, А. Радыгина, Н. Розановой, Дж. Сакса.

Отдельной задачей исследования стала разработка методологии количественной оценки формирующейся в России модели корпоративного устройства с точки зрения международного рынка заемного капитала как источника внешнего финансирования. Основное внимание уделяется изучению премии за факторы риска, закладываемые в стоимость капитала сверх стандартных норм ожидаемой доходности. Информационной базой данного направления исследования стали статистические данные Росстата РФ, данные отчетности компаний, а также информация о динамике рыночной стоимости за длительный промежуток времени.

В процессе работы над диссертацией при решении поставленных задач применялись методы системного и сравнительного анализа, экономико-статистическое моделирование, экспертные оценки. Результатом решения задачи статистического описания объекта исследования стала разработка оригинальной базы данных по отечественным и зарубежным корпорациям, присутствующим на рынке акционерного капитала. В нее вошла информация о хозяйственной деятельности более чем 800 российских предприятий и 2000 зарубежных компаний за период с 2000 по 2009 гг.

### **Научная новизна исследования**

Научная новизна исследования представлена следующими положениями и выводами:

- На основе типологии моделей развития частных корпораций в экономиках различных стран сделаны предположения о применимости зарубежного опыта трансформации в Японии, Южной Корее и Мексике к современной ситуации в России. Определена роль государственной политики в формировании институциональной среды и стимулировании корпоративного строительства в Японии, Южной Корее и Мексике. Отмечена особая значимость усилий по созданию самостоятельной внутренней кредитной системы и поступательного снятия барьеров во внешней торговле.
- Дана классификация моделей поведения государства и компаний в постперестроечный период. Представлена характеристика влияния государства на процессы выстраивания крупного бизнеса в России и его интеграции в систему мировых товарных и финансовых рынков. Установлена возможность использования финансовых рынков для анализа потенциала формирующихся групп интересов в экономике страны.
- Сформулирована и применена методология анализа корпоративной и биржевой статистики с целью оценки текущего состояния, динамики и перспектив развития

корпораций в зависимости от их национальной и отраслевой принадлежности. Сделаны заключения относительно эффективности подхода, основанного на использовании информации с фондового рынка для анализа отношений государства и бизнеса.

- На базе сопоставления условий финансирования в отраслях, формирующих структуру российской экономики, и в аналогичных отраслях в зарубежных странах, произведена количественная оценка достигнутого уровня развития институтов и величины рисков в формировании стоимости заемных средств крупных российских компаний. Продемонстрировано улучшение отношения инвесторов к российской экономике в период до 2006 года и тенденция к увеличению суверенного инвестиционного риска в последующие годы.
- Выявлены основные противоречия современной российской модели взаимоотношений государства, корпораций и капитала заключающиеся в избирательном экономическом и правовом регулировании деятельности корпораций. Сформулированы предложения по устранению диспропорций, которые привели к обострению последствий мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. в России. Отмечена необходимость выстраивания самостоятельной национальной финансовой системы и создания равных условий для доступа к кредитным и товарным рынкам компаний частного и государственного сектора.

### **Практическая значимость исследования**

Рассмотренные в диссертации проблемы формирования отношений между органами государственного регулирования, национальными корпорациями и инвестиционным сообществом представляют интерес для дальнейшего изучения взаимодействия групповых интересов в области экономической политики. Проведенный анализ влияния экономической политики на позиции представителей корпоративного сектора может быть применен для целей инвестиционного анализа при выборе приоритетных направлений вложения капитала как на уровне индивидуальных, так и институциональных инвесторов.

Предложенная в работе методология анализа данных позволяет оценивать краткосрочные и долгосрочные тенденции в перераспределении потоков портфельного капитала и предлагать меры по достижению равномерного распределения ресурсов между секторами в целях содействия экономическому росту.

Положения работы могут быть использованы при чтении курсов по экономическим дисциплинам, включая курс «Международная экономика», спецкурс «Международный бизнес: теория и организационные основы», «Модель экономического развития Японии».

### **Апробация работы**

Работа прошла апробацию на кафедре экономики зарубежных стран и внешнеэкономических связей экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова.

Основные выводы диссертации представлены в виде научных публикаций, а также выступлений на конференциях и семинарах. Автор выступал с положениями работы на IX

Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг (г. Москва, 21–22 ноября 2006 г.). Им разработана оригинальная методология оценки инвестиционных рисков на рынке капитала, которая реализована в виде программного обеспечения для обработки и расчета количественных показателей, характеризующих экономический потенциал корпоративного сектора в России и за рубежом. Данная методология также используется для контроля за движением портфельного капитала между активами в различных отраслях и странах.

Выводы и аналитические инструменты, полученные в рамках диссертационного исследования, были применены при разработке инвестиционных стратегий компаний ООО «ИК «Еврофинансы» и ООО «Совлинк». Разработанная методология оценки рисков находит применение в определении требуемой нормы доходности и справедливой стоимости активов.

По теме работы автор имеет 7 научных публикаций общим объемом 7,3 п.л., в том числе 2 статьи в журнале, входящем в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенный ВАК.

1. Осадчий Н. Особенности эволюции крупного бизнеса в России // Мировая экономика и международные отношения. 2005. №8 – 1 п.л.

2. Осадчий Н. Российский фондовый рынок: стоимость, структура, динамика // Мировая экономика и международные отношения. 2007. №12 – 1 п.л.

3. Осадчий Н., Соколов А., Миронова Е., Тихенькая Е. Крупный российский бизнес — 2003 (сборник корпоративной статистики). М.: ИМЭМО РАН, 2003 - 14,5 п.л. (в соавторстве, личный вклад – 3,6 п.л.).

4. Осадчий Н. Государство и бизнес: современные теории / Государство и бизнес: институциональные аспекты. М.: ИМЭМО, 2006 – 0,5 п.л.

5. Осадчий Н. Экспансия российских интегрированных бизнес-групп в машиностроении / Роль транснациональных компаний в современной мировой экономике. Сборник работ // Отв. ред. Касаткина Е., Лучко М. М.: МАКС Пресс, 2004 – 0,5 п.л.

6. Осадчий Н. Премия за государство // Вестник НАУФОР. 2006. № 7 – 0,5 п.л.

7. Осадчий Н., Берсенев Е. Фундаментальный анализ российских «Голубых фишек» на основе финансовых мультипликаторов // Рынок ценных бумаг. 2006. №13 – 0,5 п.л. (в соавторстве, личный вклад – 0,25 п.л.).

## Глава 1. Теоретические аспекты взаимоотношений государства и бизнеса

Взаимоотношения бизнеса и государства — тема очень широкая, имеющая давнюю историю и сочетающая большое разнообразие точек зрения как по второстепенным, так и по ключевым вопросам. Есть ли у государства основания иметь свои интересы в бизнесе отдельных компаний или ему необходимо проводить единую политику в отношении коммерческих предприятий? Или же наоборот, бизнесу надлежит использовать государство как инструмент для достижения собственных задач? Однозначных ответов на подобные вопросы нет ни у государственных чиновников, нуждающихся в ограничении своих полномочий, ни у частных компаний, которым необходимо защищать свои интересы.

В данной главе рассматриваются основные подходы к анализу взаимодействия бизнеса и государства, сформировавшиеся на сегодняшний день. Наибольший прогресс в изучении данного вопроса связан с развитием современной неинституциональной теории. Однако интерес экономистов к проблеме возник очень давно. Еще А. Смит указывал на роль защищенности прав собственности в развитии торговли и предпринимательства. В одной из первых книг, положивших начало изучению экономики, он писал: «В странах, где гарантируется надежная защита [собственности], каждый обычный человек может использовать капитал и получать прибыль в текущем или в будущем периоде. <...> В тех же несчастных странах, где существует постоянная угроза, исходящая от власть предержащих, предприниматели вынуждены хранить значительную часть своего капитала в надежном месте с тем, чтобы вовремя укрыться с ним в безопасное место»<sup>1</sup>.

Из этого положения следует, что государство, заинтересованное в повышении благосостояния своих граждан, обязано заботиться о таких аспектах предпринимательской деятельности, как безопасность, надежность правоотношений, гарантия выполнения договоров и другие принципы, которые принято относить к понятию «права собственности». Долгое время считалось, что роль государства должна ограничиваться обеспечением защиты этих прав и не допускать вмешательства государственных органов в дела отдельных компаний. За этим убеждением стояла вера в способность рынка к самостоятельному решению всех возникающих проблем. Однако по мере развития и укрепления капитализма эти проблемы становились все сложнее и острее. Отдельные объединения предпринимателей захватывали целые рынки и поднимали цены,

---

<sup>1</sup> Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов, книга 2, гл. 1, URL: <http://ek-lit.agava.ru/smitsod.htm>.

чем наносили ущерб обществу и государству, а проблема контроля над ними выдвигалась на передний план. А. Смит верно полагал, что «Основной задачей создания корпораций <...> является предотвращение падения цен, а также зарплат и прибыли путем ограничения свободной конкуренции»<sup>2</sup>. За каждой корпорацией стоит объединение отдельных предпринимателей, которые, таким образом, получают возможность регулировать производство и поддерживать высокий уровень цен. Причем, естественным ограничением для такого объединения, по его мнению, выступала географическая удаленность разных производителей. Объединение в корпорацию возможно в одном городе, но «жители, живущие в разных удаленных концах страны, не могут легко объединиться. Они не только никогда не участвовали в совместном деле, но даже сам дух корпоративности противоречит их сущности»<sup>3</sup>.

Бурное развитие корпораций на базе акционерного капитала, начавшееся во второй половине XIX в. и продолжившееся в начале XX в., охватившее Америку и Европу, показало, что естественных ограничений, о которых писал Адам Смит, недостаточно для предотвращения монополизации рынка. К концу XIX в. доля всей собственности, находящейся под управлением корпораций, оценивалась разными авторами в пределах от 25% до 80%<sup>4</sup>. Многие современники этого процесса начали выражать тревогу, что в результате корпоратизации будет поставлена под вопрос свобода личности индивида, который теперь оказывался неконкурентоспособен в качестве самостоятельной предпринимательской единицы и был вынужден довольствоваться участием на рынке труда. Когда из корпораций стали формироваться более крупные объединения — тресты, картели и синдикаты, стало понятно, что сама по себе монополизация не прекратится и потребуются вмешательство государства. Правительство предстало перед трудной дилеммой выбора между «дьяволом частной монополии и глубоким морем государственного социализма»<sup>5</sup>.

Первой страной, которая пошла по пути введения законодательных ограничений на деятельность корпораций, стали США, принявшие в 1890 г. предложенный сенатором Шерманом Акт против трестов (Sherman Anti-Trust Act). Согласно этому закону, объявлялась нелегальной любая деятельность, ведущая к ограничению свободной торговли, а нарушение этого правила преследовалось в судебном порядке. Долгое время этот акт использовался преимущественно против трестов и картелей, пока в 1914 г. его не сменил Акт Клейтона, который конкретизировал предмет правонарушений и ввел

---

<sup>2</sup> Там же, книга 1, гл. 10.

<sup>3</sup> Там же, книга 1, гл. 10.

<sup>4</sup> Davis J., Corporations. Ontario : Batoche Books, 2001. P. 7.

<sup>5</sup> Clark John Bates, Clark John Maurice. The Control of Trusts. New York : A.M. Kelley, 1971. P. 7.

ограничения на деятельность монополий. Тем самым государство официально признавало существование угрозы собственной безопасности и эффективности рыночной конкуренции со стороны формирующихся объединений экономических агентов и предпринимало меры для борьбы с ними. Какие объективные процессы лежали в основе этого процесса объединения, удушающего конкуренцию и ведущего к появлению монополии?

Одним из первых на этот вопрос ответил К. Маркс, показав, что сам процесс конкуренции и накопления капитала ведет к его концентрации и централизации, на базе которых и вырастает его противоположность — монополия. Более того, К. Маркс (затем В. Ленин и др.), развивая теорию классов и классовой борьбы, связал экономическое господство монополизированного капитала с его властью над институтами государства. Эта точка зрения оказала сильное воздействие на умы целого поколения экономистов и политиков, особенно радикального толка. Нередко совокупность взглядов представителей данного течения называют «Марксистские теории». Однако подобное «инструментальное» представление о государстве как о продолжении власти класса капиталистов наталкивается на ряд серьезных контраргументов. В первую очередь потому, что на практике значительная часть деятельности государства осуществляется в интересах общества в целом, в том числе в интересах социально незначительных слоев населения, вследствие чего большая доля государственных расходов идет на социальные цели, а также попадает в распоряжение среднего и мелкого бизнеса. Кроме того, оказывается, что класс капиталистов не всегда выступает как единое целое — в рамках «класса» тоже имеет место конкуренция между отдельными фирмами и отраслями.

### **1.1 Группы интересов в экономике и политике**

Для разрешения подобных противоречий требовалось более подробное рассмотрение структуры самого класса, чем то, которое могла дать классовая теория. Более обоснованным выглядел подход, при котором класс капиталистов рассматривается не как единое целое, а как совокупность отдельных групп, которые преследуют отличные друг от друга интересы и имеют возможность реализовать их, в том числе за счет влияния на политику государства. У экономистов такие группы получили название «**группы интересов**» (interest groups). Согласно определению в работе А. Салливана и С. Шеффрина<sup>6</sup>, группа интересов — это организация, стремящаяся воздействовать на принятие политических решений и, как правило, использующая для этого денежные

---

<sup>6</sup> Sullivan A., Sheffrin, Steven M. Economics: Principles in Action. Upper Saddle River, New Jersey 07458: Pearson Prentice Hall., 2003. P. 54.

вознаграждения политикам, создавая тем самым финансовый стимул для конкретного варианта и ожидание получения вознаграждения в будущем. Это понятие экономисты позаимствовали у политологов и биологов, которые рассматривают группу как самостоятельную единицу анализа. Первым, кто ввел это понятие в экономическую науку, был профессор Артур Бентли. Говоря о влиянии на процедуру принятия закона, он писал: «Если мы рассматриваем какой-либо закон, то его утверждение с точки зрения групп можно представить как взаимодействие тех групп, на которые направлено действие закона, групп, заинтересованных в принятии закона, групп, препятствующих его принятию, а также групп, затрагиваемых этим законом косвенно»<sup>7</sup>.

Главной сложностью в изучении этого взаимодействия является трудность отнесения отдельных индивидов к конкретной группе. Часто оказывается, что интересы, навязываемые отдельному человеку группами, к которым он принадлежит, не полностью совпадают с его собственными, и тогда его поведение становится труднопредсказуемым. Тем не менее, группы, формирующиеся в политике и образующие партии, являют, по его мнению, наиболее устойчивые образования с четкой самоидентификацией. Это происходит потому что, за политическими силами часто стоит идеология — стремление к неким идеалам, которые обычно поддаются четкому определению. Формирование групп вокруг единой идеологии — один из традиционных путей возникновения современных политических партий. Тем не менее, идеологическая составляющая сегодня лишь отчасти может служить основанием для этого процесса. Об этом можно судить по тому, насколько сблизились идеологические установки многих партийных движений в западном обществе. Их программные документы часто содержат настолько незначительные различия, что вопрос выбора избирателя решается непосредственно в ходе избирательной компании. Приходится констатировать, что в политических системах большинства стран идеология отошла на второй план, а большее внимание уделяется экономическим аргументам, выдвигаемым кандидатами, и именно на них сосредоточено основное внимание современных групп интересов.

Еще одна важная черта групп, о которой говорит Бентли, — это наличие общего «интереса», общего направления действия, которое и объединяет членов группы. Этот «интерес» следует понимать не как побуждение к действию, а именно как само действие, причем только совершенное действие дает возможность судить о некоторой общности людей как о группе интересов (interest group).

---

<sup>7</sup> Bentley A. F. The Process of Government: A Study of Social Pressures. Chicago : University of Chicago Press, 1908. P. 200.

Подход, основанный на выделении из общества отдельных классов (в марксистских теориях) или групп интересов (как это делал Бентли), имел и свои недостатки. Главный из них состоит в том, что нивелируется, во-первых, роль отдельного индивидуума, роль лидера. И, во-вторых, исчезает интегрирующая функция государства как выразителя интересов народа в целом. И хотя Бентли приводит пример таких «групп», как народы России и Японии, в ходе Русско-японской войны, все-таки его главный тезис состоял в том, что «общество представляет собой ни что иное, как совокупность составляющих его групп»<sup>8</sup>.

Между тем, именно наличие так называемого «общего интереса», или, другими словами, «блага государства», определяет возможность существования государства как единого целого. По словам американского политолога Дэвида Трумэна, «мы не можем представить государство просто как сумму Национальной ассоциации производителей, Конгресса промышленных организаций, Федерации бюро американских фермеров, Американского легиона и других организаций, которые приходят на ум, когда говорят о разных «лобби» и «группах давления». Даже если включить в этот список политические партии, результат будет называться «явление, мало сочетаемое с какой бы то ни было политической стабильностью»<sup>9</sup>. Действительно, довольно трудно подыскать группу, которая занималась бы лоббированием таких институтов, как конституционализм, гражданские свободы, репрезентативная ответственность. В каждом из них заинтересованы все население страны и каждый гражданин в отдельности. Следовательно, государство в целом тоже представляет собой «группу», имеющую общий интерес.

Согласно такому подходу, компании, подобно государству, так же подпадают под определение группы — ведь в них трудится большое количество людей, которые объединены некоторой общей целью. Наличие общей цели — интереса позволяет, в свою очередь, говорить о компании как о группе интересов, имеющей возможность воздействовать на другие группы и, в том числе на государство.

Однако, если для политологов такое объяснение возникновения групп было приемлемым: оно допускало определенное отождествление категорий смысла и власти, то экономистам было сложнее принять эту точку зрения. Необходимость наличия экономического смысла у групповых объединений требовала более глубокого обоснования, ведь конкуренция между их членами с точки зрения здравого смысла могла быть более выгодна отдельным индивидуумам. Требовалось более детальное объяснение того, какая мотивация движет участниками группы, называемой «фирмой».

---

<sup>8</sup> Ibid. P. 222.

<sup>9</sup> Truman D. B. The Governmental Process: Political Interests and Public Opinion. New York : Alfred A. Knopf, 1958.

## **1.2 Роль риска и неопределенности в возникновении групп интересов в экономике**

Существенный вклад в объяснение экономических причин объединения людей в группы, преследующие единые цели, внесла «новая институциональная теория». Ключевая заслуга основоположников данной теории заключалась в определении и введении в научный оборот новых понятий неопределенности и риска, которые заметно усовершенствовали логику обоснования групповых объединений.

Первым шагом в создании новой теории был отказ от некоторых жестких предпосылок классической теории. Одной из таких предпосылок была предопределенность, с которой рациональный индивид стремился к максимизации своей выгоды, действуя в условиях свободной конкуренции с заранее известными ему условиями. С отказом от этой предпосылки экономическая теория становилась менее точной, чем математика и физика, зато приближалась к реальной жизни<sup>10</sup>. Признавалось, что в ней не существует идеальных рынков, индивиды не всегда рациональны, и информация распределена неравномерно (асимметрично). Таким образом, деятельность индивида, не обладающего всей полнотой информации, оказывается связана с двумя категориями: неопределенностью и риском. И именно в этих двух категориях кроется, по мнению неонституционалистов, ответ на вопрос, откуда берутся те самые «группы интересов», в том числе корпорации и государство. Первым такое объяснение предложил Френк Найт. В своей книге «Риск, неопределенность и прибыль» он писал: «В условиях неопределенности и доминирования задач “что делать” и “как делать” над процессом исполнения внутренняя организация производственных компаний получает новый смысл и перестает быть чисто техническим вопросом. Централизация функций контроля и управления становится императивом, так же, как концентрация нервных окончаний в голове стала результатом эволюции органических существ...»<sup>11</sup> (интересно, что экономисты, обосновывая свои выводы, тоже ссылаются на учение об эволюции видов).

Идея о том, что причина образования компаний заключена в необходимости централизации функций контроля и управления, получила свое развитие в работе Рональда Коуза «Природа фирмы»<sup>12</sup>. Согласно его теории, роль предпринимателя сводилась к тому, чтобы взять на себя издержки по заключению необходимых сделок в условиях, когда использование для этого рыночного механизма оказывается сопряжено со

---

<sup>10</sup> Автономов В.С. Человек в зеркале экономической теории (Очерк истории зап. экон. мысли) / В.С. Автономов. М.: Наука, 1993. гл. 8, 9.

<sup>11</sup> Knight F. H. Risk, Uncertainty, and Profit. Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921. Part III, Ch. IX.

<sup>12</sup> Coase R. H. The Nature of the Firm // *Economica*. 1937. № 4. P. 386–405.

значительными издержками. Таким образом, естественные границы фирмы складываются там, где издержки проведения операций под авторитарным руководством в рамках фирмы совпадают с издержками осуществления тех же операций, но путем рыночного обмена.

Однако механизмы авторитарной власти тоже можно рассматривать как разновидность рыночных отношений. Для этого необходимо более широко определить понятие сделки — контракта. В неоинституциональной теории за этим понятием закрепилось значение не юридически оформленного документа, а любого факта обмена правами собственности, происходящего между двумя сторонами. Тогда отношения, возникающие между сотрудниками фирмы, а также между руководством и подчиненными, тоже можно представить как сеть контрактов.

Первыми такое изображение внутрифирменной среды дали Майкл Дженсен и Уильям Меклинг. По их мнению, «большинство организаций являются всего лишь “нормативной фикцией” (legal fiction), за которой стоит сеть контрактных отношений между индивидуумами»<sup>13</sup>. Главным отличием между контрактами, заключающимися внутри фирмы и за ее пределами, является относительная стабильность первых во времени. Поскольку контракты заключаются между индивидами, каждый из них действует, основываясь на собственном интересе и выгоде, однако тот факт, что их благополучие определяется положением дел у всей фирмы, заставляет их стремиться к процветанию фирмы в целом.

Признание того обстоятельства, что каждый индивид, задействованный в работе фирмы, на самом деле преследует свои собственные интересы, выводит на первый план ряд важных вопросов и в первую очередь вопрос о том, как должным образом мотивировать индивидов для выполнения нужной фирме работы. Ответ на него пытается дать теория агентских отношений, которая описывает явления, связанные с выполнением контракта между двумя сторонами — принципалом (заказывающей стороной) и агентом (выполняющей стороной). В случае с фирмой первая сторона берет на себя функции вознаграждения и контроля за деятельностью агента, а агент выполняет порученное задание исходя из заданной функции вознаграждения. Самым ярким примером агентских взаимоотношений является контракт между владельцем фирмы и наемным руководством<sup>14</sup>. В крупной компании с несколькими акционерами руководство приходится поручать третьей стороне — менеджменту, который назначается на общем собрании акционеров. Однако, поскольку менеджмент в течение длительного срока не

---

<sup>13</sup> Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure, *The Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3, №4. P. 305–360.

<sup>14</sup> Mizuchi M. S. Berle and Means Revisited: The Governance and Power of Large U.S. Corporations. University of Michigan, 2004 (April). P. 4.

меняется и имеет полный доступ к информации о состоянии бизнеса компании, фактически получается, что реальный контроль находится в руках менеджера, а не акционеров. Этот тезис подробно обосновывается Юджином Фамой: «Фирма — это всего лишь сеть контрактов, в которой ресурсы на входе трансформируются в продукцию на выходе, а получаемый доход распределяется между владельцами используемых ресурсов. И в этой “сети” не имеет значения, кто владелец фирмы. Отказ от общепринятого утверждения, что владельцами фирмы являются держатели ценных бумаг, является первым шагом на пути к пониманию, что контроль над фирмой не обязательно принадлежит ее акционерам. Вторым шагом должен стать пересмотр традиционно высокой оценки роли предпринимателя в управлении»<sup>15</sup>. При таком подходе в значительной степени нивелируется ключевая роль предпринимателя в ведении бизнеса. Распределение ролей принципалов и агентов ведет к определенному выравниванию возможностей сторон, участвующих в деятельности фирмы. В этом отношении взгляды Юджина Фамы вступают в противоречие с идеями его предшественников, Фрэнка Найта и Йозефа Шумпетера, уделявших большое внимание роли предпринимателя как стороны, берущей на себя риск и приносящей новые идеи. Однако такая точка зрения тоже имеет под собой основание, если исходить из соображения, что на рынке продаются не только товары, но также сам риск и идеи. Тем более, что и то, и другое имеет место в действительности: первое — в виде ценных бумаг, а второе — в виде патентов.

Рассмотрение предпосылок возникновения фирмы имеет существенное значение, поскольку позволяет увидеть наличие общих оснований этого института с бюрократической структурой государства. А это принципиально для понимания общей природы функционирования обоих институтов. Например, в фирме имеет место неравномерное распределение информации между владельцами фирмы — держателями акционерного капитала и наемными менеджерами, осуществляющими управление и по роду деятельности имеющими более полные сведения о текущих делах фирмы. Аналогичным образом неравная информированность сказывается на отношениях населения, которое условно можно назвать владельцем государства, и правительством, которое осуществляет контроль над экономикой страны, включая доступ к информации. Внутри правительства тоже имеет место информационная асимметрия, выражающаяся в разной осведомленности законодательной и исполнительной ветвей власти<sup>16</sup>. В обоих институтах существуют сходные механизмы принятия решений и контроля за их

---

<sup>15</sup> Fama E. F. Agency Problems and The Theory of The Firm. The Journal of Political Economy. 1980. Vol. 88, № 2 (April). P. 290.

<sup>16</sup> См. также Аткинсон Э.Б., Стиглиц Дж.Э. Лекции по экономической теории государственного сектора: Учебник / Пер. с англ. под ред. Л.Л. Любимова. М. : Аспект Пресс, 1995. С. 404, 421.

достижением. Говоря об агентских отношениях, У. Меклинг и М. Дженсен доказывают их применимость и к частному, и к государственному сектору: «Проблема воздействия на агента с тем, чтобы он максимизировал полезность принципала, носит общий характер. Ее можно обнаружить в любых организациях, подразумевающих коллективную деятельность: на любом уровне менеджмента в компании, в университетах, товариществах, кооперативах, государственных структурах и бюро...»<sup>17</sup>.

Разумеется, говорить о полном тождестве институтов государства и фирмы нельзя. Существует ряд функций, выполнение которых является исключительной прерогативой государства, и его право их реализации не может быть оспорено. В частности, гражданин не волен выбирать, платить ему налоги или нет. Еще одно важное отличие заключается в отсутствии четких критериев оценки деятельности государственного сектора. Но названные отличия не меняют принципиального характера общности природы этих двух секторов.

Развитие теории агентских отношений поставило новый вопрос: возможно ли рассматривать государство не как принципала, проводящего свою экономическую политику, а как агента, который эту политику выполняет в ответ на запросы, исходящие от остальной экономической системы. Действительно, если считать, что устройство государства и отдельной компании близко по своей сути, то существует возможность рассматривать отношения между ними также в терминах контрактов и сделок.

Первоначально эта идея развивалась в направлении изучения отношений государства и общества в целом. Так называемая теория общественного выбора анализировала избирательный процесс как механизм заключения договора между обществом и государством. Одно из направлений теории получило название «прямая демократия» (direct democracy) и рассматривало результаты голосования по вопросам проведения политики. Предполагалось, что голосование прямым образом сказывается на результатах выборов и, следовательно, прямо влияет на выбор нужной политики. Простейшим вариантом такого влияния является модель, описанная Вольфгангом Мейером<sup>18</sup>. В этой модели с заданными предпочтениями избирателей голосование определяет выбор между различными ставками тарифа на импортную продукцию. Тогда исходом голосования является выбор «медианного» избирателя. Иными словами, это такой тариф, при котором число людей, считающих, что он должен быть выше, равно числу тех, кто считает, что он должен быть ниже.

---

<sup>17</sup> Jensen M., Meckling W. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. The Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, № 4. P. 305–360.

<sup>18</sup> Mayer W. Endogenous Tariff Protection // The American Economic Review. 1984. Vol. 74, № 5. (December). P. 970–985.

Однако эта схема оказывается в большей степени применима к развитым демократиям и менее адекватна для реалий всех остальных стран. Кроме того, исследователи обратили внимание на то, что, помимо голосования, существуют другие способы определения политики государства. Например, такие, как предвыборные взносы, агитация в пользу или против определенных кандидатов, субсидирование проведения требуемой политики и другие методы, с помощью которых меньшинство может навязывать свою волю большинству. Все это требовало более внимательного изучения деятельности отдельных групп интересов, которые имеют возможность концентрировать ресурсы для воздействия на государство. Таким образом, экономисты вновь вернулись к идее политологов о том, что результаты политики зависят от лоббирования групп интересов.

### **1.3 Механизмы реализации интересов и теория экономического регулирования**

Существенный вклад в развитие представлений о механизмах лоббирования внесла работа Джорджа Стиглера «Теория экономического регулирования»<sup>19</sup>. В определенной степени это было развитие идеи политологов о «захвате» регулирующих агентств регулируемыми субъектами рынка. Однако в отличие от политической «теории «захвата», теория экономического регулирования более четко оформлена, в большей степени подлежит эмпирической проверке и, как утверждает Ричард Познер<sup>20</sup>, в большей мере является теорией. Теория Стиглера заложила основу изучения экономической политики государства как эндогенной, т.е. политики, формирующейся под влиянием внутренних факторов экономической системы.

В своей работе Стиглер рассмотрел и обобщил основные механизмы государственного регулирования экономики, которые могут использоваться бизнесом в своих интересах. Он отмечает, что в основе такой возможности лежит сама способность власти к принуждению, как то: налогообложение, установление тарифов, изменение правил хозяйственной деятельности и произвольное перемещение ресурсов. Воздействуя на эти институты, группы давления могут изменять их в своих интересах.

Одним из наиболее часто встречающихся примеров использования власти бизнесом является безвозмездная передача финансовых ресурсов — субсидия. С точки зрения правительства эта мера обычно оправдывается перспективностью данного направления бизнеса для экономического развития страны либо другим удобным предлогом. Нередко

---

<sup>19</sup> Stigler G. J. The Theory of Economic Regulation // Bell Journal of Economics. 1971. № 2. P. 3–21.

<sup>20</sup> Posner R. A. Theories of Economic Regulation // The Bell Journal of Economics and Management Science. 1974. Vol. 5, № 2 (Autumn). P. 335–358.

государство маскирует под субсидии беспроцентные кредиты, гарантии, фонды развития. Субсидирование также используется как инструмент промышленной политики с целью повышения темпов развития в определенной отрасли. Но в этом случае стремление к получению субсидий представляет ограниченный интерес для отдельных компаний. Как правило, сложно выделить критерий, по которому субсидию должна получать данная конкретная компания, — у нее быстро появляются конкуренты, и происходит распыление бюджетных ресурсов.

Проблема ограничения доступа к распределяемым ресурсам довольно тесно связана с возможностями фирмы по контролю за появлением конкурентов на своем рынке. Получение такого контроля также может быть достигнуто с помощью воздействия на государственную политику. Для получения монопольной надбавки к цене своей продукции компания может добиваться введения правил, ограничивающих возможности роста для новичков. Примером такой тактики могут служить ограничения на минимальный размер собственного капитала для банков. С одной стороны, это ограничение позволяет повысить стабильность финансовой системы, но, с другой, приводит к ограничению конкуренции в отрасли и улучшению положения уже существующих игроков. Другими вариантами барьеров для входа в отрасль, выдвигаемыми со стороны государства, могут выступать принудительное лицензирование (с ограничением количества выданных лицензий), выдача патентов, разрешение на использование заниженных цен и т. д. При этом оценить ущерб, наносимый такими мерами обществу, на практике очень сложно или даже практически невозможно. Как пишет Г. Демзец, «проблема оценки [подобных действий], скорее, должна быть вопросом интуиции и веры, чем точного измерения»<sup>21</sup>.

Еще одним инструментом, который могут использовать отдельные фирмы в своих целях, являются меры по воздействию на бизнес конкурентов в смежных отраслях — производителей товаров-субститутов и товаров-комплементов. Определение товара-субститута тесно связано с понятием о границах отрасли и рынка. Например, когда компании угрожает опасность со стороны крупного производителя замещающего товара, она может обратиться в антимонопольное ведомство и доказать, что продукция обеих фирм относится к одному рынку, в результате чего происходит нарушение конкуренции.

Поддержка производителей дополняющих товаров тоже может быть предметом вмешательства государства, если она выгодна заинтересованным сторонам. Так, например, происходит, когда владельцы авиалиний пытаются оказать поддержку сопутствующим видам услуг — туристическим агентствам, гостиницам, ресторанам.

---

<sup>21</sup> Demsetz H. Barriers to Entry // American Economic Review. 1982. № 1. P. 47–57.

И, наконец, четвертый вид экономического регулирования, выделяемый Стиглером, — принудительное фиксирование цен. С помощью установления определенных расценок на продукцию в отрасли фирмы могут застраховаться от демпинга со стороны конкурентов и обеспечить себе получение стабильной нормы прибыли.

Взамен того, что получает заинтересованная сторона, она платит принимающему решению ведомству компенсации либо в форме экономических ресурсов, либо в виде голосов на выборах. И для первого, и для второго способа вознаграждения могут использоваться разные инструменты. Для экономического вознаграждения может использоваться как прямой взнос на предвыборную кампанию партии, так и менее прозрачные варианты с обеспечением высокооплачиваемой работы отдельным членам партии<sup>22</sup>. Поддержка на выборах может осуществляться либо прямым голосованием, либо проведением агитационных кампаний в пользу нужного кандидата.

Чем крупнее бизнес компании, ищущей политической поддержки, тем дороже эта поддержка ей обходится, — тем дороже она обходится и обществу, вызывая растущее сопротивление со стороны других участников рынка. Воздействие на принимаемые государством решения зависит не только от размера фирмы — ее оборота или численности персонала, но и от наличия необходимых для этого рычагов — таких как личные связи. Поэтому нередко оказывается, что небольшие фирмы обладают большими «политическими возможностями», чем крупные, и извлекают из них конкурентное преимущество.

Таким образом, теория экономического регулирования подводит рыночную базу под взаимоотношения бизнеса и государства, задает базовые параметры спроса и предложения. Определив рыночный характер таких отношений, теория дала возможность экономистам применять к ним свои идеи, такие как теория агентских взаимоотношений, теория картелей, теория аукционов и др.

Сходство групп интересов с картелями очевидно. И у тех, и у других в конечном счете близкая цель — получение выгоды за счет повышения цен. Первым, кто обратил внимание на это обстоятельство, был еще Адам Смит, который полагал, что государственное регулирование является главной причиной возникновения монополий. Теперь же стала очевидной и обратная связь: монополии могут создаваться для того, чтобы добиваться регулирования. Основные издержки у групп влияния тоже близки к издержкам картелей. Среди них на первом месте — сложность объединения различных сторон с несовпадающими интересами и преодоление проблемы «безбилетника», который

---

<sup>22</sup> Отчасти этим объясняется тот факт, что среди лиц, задействованных в политической системе США, так много наемных юристов.

может воспользоваться плодами лоббирования образовавшейся группы без участия в ней. Соответственно, к группам, так же как и к картелям, оказывается применим тезис, что их образование более вероятно при небольшом количестве крупных участников и при условии низкой эластичности спроса.

Однако между картелями и группами интересов есть и различия. На практике картель вовсе не всегда оказывается замешан в политике и, наоборот, компания, пользующаяся государственным регулированием, не всегда обладает монополией. Связано это с тем, что оба инструмента: и картель, и лобби оказываются альтернативными способами достижения цели, но имеющими разные издержки. Поэтому, например, сельскохозяйственные производители, не имея возможности создать монополию, вынуждены искать защиты у государства, и в этом им помогают их многочисленность и сила их голосов как избирателей.

Теория Стиглера объясняла, как происходит обмен между государством и группами влияния, но из нее нельзя было сделать вывод о том, каково будет конечное распределение выгод от проводимой государством политики, какие это будут преимущества или издержки и как будет проходить процесс согласования интересов. Все эти вопросы оставались за кадром, давая возможность другим исследователям заняться поиском ответа на них. Большой прогресс в этом направлении был достигнут с применением методов теории игр. Вышло множество работ, использующих различные модели для описания процесса эндогенного формирования экономической политики<sup>23</sup>. А поскольку анализ политики проводится с помощью рыночных механизмов, для этого, как правило, используется теория аукционов, о которой пойдет речь в следующем разделе.

#### **1.4 Поиск равновесия в отношениях бизнеса и власти. Механизм аукционов**

Тезис о том, что экономическая политика может быть результатом не самостоятельных решений органов госуправления, а следствием лоббирования заинтересованной группы, лиц нуждался в развитии и более детальном анализе того, как распределяются выгоды и издержки от этого процесса. Оставался открытым также вопрос о том, каким образом осуществляется выбор сторон при осуществлении подобных сделок.

Сначала экономисты обратили внимание на механизмы торговли между компаниями и государством. Поскольку государство часто выступает в роли продавца каких-либо

---

<sup>23</sup> Достаточно подробный обзор предложений на эту тему можно найти в работе Helpman E. *Politics and Trade Policy* / D. M. Kneps and K.F.Wallis (eds.), *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*. New York : Cambridge University Press, 1997. P. 19–45.

См. также Grossman G. M., Helpman, Elhanan. *Special Interest Politics*. Cambridge, Massachusetts : The MIT Press. 2001.

активов, для их передачи в руки частной организации обычно используется аукцион. С помощью аукциона государство решает задачу выбора наиболее подходящего покупателя для продаваемого имущества и одновременно максимизирует доходы бюджета. Естественно, аукционы используются отнюдь не только государством. По большому счету, всю биржевую торговлю можно понимать как разновидность аукционов, в результате которых продажа осуществляется покупателю, предложившему самую высокую цену. В свою очередь, государство как участник биржевых торгов (например, при продаже ценных бумаг) тоже пользуется аукционом. Для решения вопросов, связанных с распределением выигрыша в результате аукциона была создана теория аукционов. Вначале она рассматривала преимущественно аукционы, на которых торговался однозначно определенный неделимый товар. В работе «Теория аукционов и конкурентное ценообразование» Пол Милгром и Роберт Вебер<sup>24</sup> выделяют четыре ключевых типа аукционов: «английский», в котором цена аукционера увеличивается до момента определения наилучшего покупателя; «голландский», в котором заведомо завышенная цена опускается до появления первого отклика. А также аукцион «первой цены» и аукцион «второй цены», отличающиеся тем, что в первом в качестве цены продажи используется цена победителя, а во втором — цена предпоследнего претендента на покупку. Изначально область применения моделей аукционов сводилась преимущественно к торговле, поскольку в механизме рыночного ценообразования оказалось наиболее легко найти подтверждение выводам теоретиков.

Но с тех пор как сфера экономического регулирования была признана еще одним видом рынка, теория аукционов нашла применение и в этой области. Для построения модели эндогенного определения политики оказался пригоден подход «menu auction», или аукцион стратегий, который предложили в своей работе в 1986 г. Дуглас Бернхайм и Михаэль Уинстон<sup>25</sup>. Их главная заслуга заключалась в формализации механизма аукциона. Несколько участников (bidders) предлагали единому агенту-исполнителю свою оценку для ряда действий-стратегий, которые этот агент предполагает выполнить. В данной модели снимается ограничение «неделимости» предлагаемого на аукционе товара и анализируются возможные последствия взаимодействия между участниками. В экономической теории такой подход получил название «common agency» (единый агент), поскольку, в отличие от предшествующих вариантов анализа, здесь рассматривались отношения многих принципалов и одного агента.

---

<sup>24</sup> Milgrom P., Weber R. A theory of auctions and competitive bidding // *Econometrica*. 1982. №5. P. 1089–1122.

<sup>25</sup> Bernheim D. B., Whinston M. D. Menu Auctions, Resource Allocation, and Economic Influence // *The Quarterly Journal of Economics*. 1986. № 1. P. 1–32.

Теория Бернхайма и Уинстона была направлена на широкий круг вопросов, таких как распределение подрядных работ в строительстве, обслуживание официантом клиентов в ресторане в зависимости от их репутации, услуги секретаря, помогающего сразу нескольким профессорам. Непосредственно к политическому процессу ее применили позднее.

В 1994 г. Джин Гроссман и Элнан Хэлпман опубликовали свою работу «Protection for Sale»<sup>26</sup>, в которой использовали подход Бернхайма и Уинстона для анализа влияния отдельных групп интересов (в модели — индивидуумов) на принятие правительством решений относительно установления ставок тарифов и размеров субсидий. В расчет берутся два основных фактора: индивидуальный — выгода отдельных заинтересованных сторон от принятия выгодного им решения. И коллективный — реакция остальных индивидуумов на принятие данного решения. Процесс образования заинтересованных сторон выходит за рамки рассмотрения модели — считается, что не все индивидуумы могут образовать лобби, поэтому только часть экономики представлена заинтересованными группами. Таким образом, задача сводится к поиску оптимального равновесия, в котором сбалансированы интересы отдельных сторон: представителей групп интересов, общества в целом и самого правительства, судьба которого на выборах в конечном счете зависит от общественного благосостояния. Ключевым моментом в такой модели становится коэффициент, определяющий для правительства ценность предельного доллара, полученного от лоббистов и ценность потерянного при этом количества голосов на выборах. Процесс определения итоговой политики идет следующим образом. Сначала правительство собирает информацию о размерах платежей, которые оно получит от каждой из заинтересованных сторон за каждое из возможных действий. Затем оно устанавливает размеры тарифов и субсидий таким образом, чтобы максимизировать свою функцию полезности.

Тогда для достижения равновесия Нэша<sup>27</sup> будет требоваться выполнение четырех условий, которым должен отвечать итоговый набор решений<sup>28</sup>:

1. Размер лоббистских платежей неотрицателен и находится в пределах возможности платить.
2. Правительство максимизирует свою полезность.

---

<sup>26</sup> Grossman G., Helpman E. Protection For Sale // American Economic Review. 1994. Vol. 84. P. 833–850.

<sup>27</sup> Под «равновесием Нэша» понимается положение, при котором ни один из игроков не может улучшить своего положения, при условии, что поведение других игроков заранее известно.

<sup>28</sup> Доказательство достаточности и необходимости этих условий подробнее см. D. B. Bernheim, Whinston D. M. Menu Auctions, Resource Allocation, and Economic Influence // The Quarterly Journal of Economics. 1986. № 1. P. 10.

3. Максимизируется суммарная полезность правительства и каждого отдельного лоббиста. Если бы этого не происходило, отдельные лоббисты могли бы выбрать другую стратегию вознаграждения, которая максимизировала бы их полезность.
4. Среди всех возможных решений, максимизирующих благосостояние правительства, есть такое, за которое не станет платить ни один лоббист. Логика от обратного: если бы такого решения не было, отдельный лоббист мог бы уменьшить размер предлагаемых вознаграждений, не изменяя итогового равновесия, и тем самым повысил бы свое благосостояние, получая столько же за меньшую цену.

Рассматривая различные возможности формирования групп интересов и правительства, авторы смогли сформулировать несколько выводов. Во-первых, влияние компаний на государство и, как следствие, на уровень тарифов выше в тех отраслях, где существует лоббирование, а также там, где ниже эластичность импорта. Во-вторых, среди отраслей, в которых существует организованное лобби, уровень протекционизма обратно пропорционально зависит от доли импорта на рынке. В секторах экономики, где такого лобби нет, наоборот, уровень протекционизма растет с увеличением доли импорта.

Эмпирическая проверка модели, проведенная в 1983 г. Голдби и Мэгги<sup>29</sup> на основе обследования уровня государственного протекционизма в отдельных отраслях экономики США, показала, что в общем виде выводы, сделанные на основе данной модели, подтверждаются. В частности, подтверждается тот факт, что в политически слабо организованных отраслях уровень протекционизма повышается с ростом импорта. Кроме того, Голдби и Мэгги удалось определить значение весов, которые правительство придает общественному благосостоянию и влиянию групп интересов. Это соотношение примерно равно 0,98 : 0,02 и вполне согласуется с идеей приверженности государства политике фритредерства, предполагающей низкий уровень тарифной защиты в 13%.

Впрочем, другие исследователи вполне резонно отмечают, что точную количественную оценку данного параметра дать невозможно. Причем это недостаток не только модели Гроссмана и Хелпмана, но и других моделей, основывающихся на статистических данных о взносах в избирательные фонды кандидатов на выборах. В реальности, как уже говорилось выше, вовсе не всегда используются денежные способы вознаграждения, тем более официально фиксируемые. Это дает основания полагать, что на самом деле вес групп давления в принятии политических решений значительно больше полученных двух процентов. Однако это не означает, что результат Голдби и Мэгги не имеет смысла. Значение проведенной ими эмпирической проверки модели Гроссмана и

---

<sup>29</sup> Koujianou G. P., Giovann M. Protection for Sale: An Empirical Investigation // American Economic Review. 1999. Vol. 89, № 5. P. 1135–1155.

Хэлпмана состоит как раз в том, что им удалось показать соответствие действительности математической интерпретации, которая объясняет процесс формирования конечного результата государственного вмешательства под воздействием внешнего давления.

Итак, мы выяснили, что экономическое регулирование движется силами спроса и предложения, а их соотношение определяется в процессе согласования притязаний всех заинтересованных сторон. Но каким образом устанавливается тот оптимальный уровень государственного регулирования, который может удовлетворить запросы всех представителей национальных групп интересов и в то же время не препятствует экономическому росту? Экономисты, политики, философы по-разному смотрят на границу необходимого государственного вмешательства; и в разных странах эта граница проходит на отличных друг от друга уровнях. Существующее разнообразие вариантов соотношения частного и государственного секторов говорит о том, что однозначно определенного места государства в этой системе нет, и для каждой страны оно определяется внутренними, исторически сложившимися особенностями. Наличие огромного количества факторов, которые влияют на деятельность государственных институтов, делает крайне сложной адекватную оценку этой деятельности и затрудняет межстрановые сравнения. Тем не менее, экономисты пытаются абстрагироваться от части ограничений и проводят сравнительный анализ, позволяющий приблизительно оценить эффективность государственной политики.

### **1.5 Государственное регулирование экономики: предельные случаи**

Один из вариантов такого анализа — оценка издержек вмешательства государства в экономику. Эти издержки выражаются самыми разнообразными способами. Это, во-первых, упущенный потенциал экономического роста, связанный с низким качеством существующих институтов. Это многочисленные недостатки рыночной экономики, такие как теневая экономика, коррупция, нехватка инвестиций и бегство капитала, нарушения прав собственников и рабочих. Все эти, а также другие проявления недостаточно развитых институтов можно в принципе измерить и определить потенциал усовершенствования институционального устройства, изменения его в большую или меньшую сторону. Авторы статьи «Новая компаративистика»<sup>30</sup> предлагают анализировать вмешательство государства в экономику как изменение баланса между двумя противоположными категориями: порядка (dictatorship) и беспорядка (disorder). Под «беспорядком» понимается отсутствие регулирования, которое допускает возможность

---

<sup>30</sup> Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. The New Comparative Economics // Journal of Comparative Economics, 2003. Vol. 31, № 4. P. 595–619.

нарушения прав собственника в результате убийства, ограбления, нарушения контракта, монопольного ценообразования и т. д. Коррупция, скрытые угрозы — все это также относится к проявлениям беспорядка и недорегулирования. С другой стороны, избыточный порядок, вызванный чрезмерным регулированием, в сущности, означает диктатуру со всеми свойственными ей чертами. Недостатки диктатуры — это тоже беспорядок, только более высокого уровня, создаваемый государством. Государство также способно лишать прав собственности, назначать чрезмерные налоги, вводить ограничения на свободу предпринимательства. Коррупцию тоже можно считать свойством диктатуры, но, в отличие от случая беспорядка, здесь меняется ее характер. Если в слабом государстве дача взяток делается с целью создания предпочтительных условий, то в государстве, характеризующемся диктатурой, взяточник больше заинтересован в уклонении от государственного воздействия.

Любое государство встает перед выбором ограниченного круга альтернатив, каждая из которых предполагает определенную долю беспорядка в стране и одновременно определенный уровень диктатуры. Если попытаться измерить издержки, которые несет общество в результате выбора той или иной альтернативы в контексте беспорядка и диктатуры, то можно выделить набор действий, минимизирующих эти издержки. Для большей ясности изобразим описанную взаимосвязь беспорядка и диктатуры на графике. На рисунке 1 изображена система координат, в которых по горизонтальной оси откладываются социальные издержки от диктатуры, а по вертикальной — социальные издержки от беспорядка. В этих координатах изображены две линии. Первая, идущая с обратным наклоном под углом 45 градусов, обозначает условно область равных издержек государственного вмешательства. Положение этой линии определяется важной переменной — уровнем гражданского капитала (*civic capital*) или, как определяют его авторы, — умением граждан договариваться между собой. Чем меньше развита в обществе эта способность, тем больше издержки при заключении контрактов и тем дальше от начала координат отстоит кривая равных издержек.

Другая линия образует границу институциональных возможностей — область возможных и реализуемых мер государственного воздействия. Любое государственное решение, вводящее новое регулирование или, наоборот, уменьшающее его воздействие, означает смещение вдоль этой кривой. Логично утверждать, что при высоком уровне беспорядка достаточно небольшого регулирующего воздействия, чтобы этим уменьшить беспорядок. Однако по мере все большего снижения уровня беспорядка будут требоваться все более суровые меры регулятивного характера, направленные на ликвидацию хаоса. Понятно, что в абсолюте нет возможности ликвидировать весь беспорядок (останутся

коррупция и nepoтизм), поэтому кривая институциональных возможностей всегда носит вогнутый характер.

В долгосрочном периоде государственное воздействие может не только изменять соотношение регулирования и беспорядка, но также уменьшать оба параметра сразу. Постепенная стабилизация ведет к тому, что рыночные агенты устанавливают между собой стабильные отношения и система этих взаимоотношений принимает саморегулирующийся характер. Рыночными агентами начинает руководить не столько политика государственного регулирования, сколько интерес поддержания собственной репутации в глазах партнеров. Таким образом, одновременно снижаются издержки от беспорядка, и уменьшается потребность в государственном регулировании.

Положение и наклон кривой институциональных возможностей зависят от особенностей государственного устройства, от менталитета его населения, в частности от доминирующей в стране религии.

**Рисунок 1.1. Различные институты в координатах «Диктатура — Беспорядок»**



*Источник: Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. The New Comparative Economics // Journal of Comparative Economics. 2003. Vol. 31, № 4. P. 595–619.*

График позволяет увидеть точку оптимального уровня государственного вмешательства, которая находится в месте касания кривых постоянных издержек и

институциональных возможностей, поскольку именно в этой точке издержки от возможных комбинаций государственной политики будут минимальными.

Эти комбинации могут быть различными.

Во-первых, государство может целиком устраниться от экономического регулирования, предоставив рыночным агентам самостоятельно регулировать свои взаимоотношения. Главный стимул, который ими при этом движет, — зависимость от собственной репутации, которая может сформироваться только при длительном повторении рыночного цикла. Рыночная дисциплина оказывается свободной от таких издержек, как бюрократизация и коррупция, но при этом в высокой степени подверженной риску появления «рыночных провалов» — мест, где рынок не справляется с задачами регулирования (преодоление проблем монополизации или сохранение дисциплины контрактов).

Во-вторых, альтернативой государственному вмешательству может служить практика государственных и частных судов, торговых палат и ассоциаций, которые решают возникающие экономические споры на основании действующих законов, не прибегая к прямым действиям со стороны государства. Этот подход близок идеям либертарианцев, но и у него есть свои издержки. Не всегда возможна независимость суда от заинтересованных сторон. Кроме того, судью можно подкупить либо нанять достаточное количество адвокатов, чтобы склонить чашу весов правосудия в нужную сторону. Законодательство можно трактовать по-разному, что создает вероятность неоднозначного решения возникающих вопросов.

Там, где судебного исполнения недостаточно, государство может использовать третью альтернативу — прямое вмешательство в экономику. Государственное регулирование предпочтительнее судебного, поскольку чиновник обычно лучше разбирается в подведомственных ему экономических вопросах и имеет возможность совершенствовать законодательство. Однако такое решение является сдвигом вдоль кривой институциональных возможностей в сторону диктатуры. Государственное ведомство становится самостоятельным агентом, у которого появляется свой собственный интерес, не обязательно соответствующий интересам общества в целом. Оно превращается в объект влияния со стороны агентов рынка и потенциально может быть «захвачено». Следовательно, место государственного регулирования в первую очередь там, где недостаточно рыночного саморегулирования либо судебного исполнения. В других случаях его следует ограничивать.

Наконец, крайний вариант, доступный государству, — полное установление контроля над регулируемым объектом и превращение его в государственную

собственность. Эта мера в наименьшей степени допускает беспорядок, вносимый рыночным механизмом, но в то же время имеет наибольшие социальные издержки от регулирования, поскольку государство берет на себя ответственность за управление имуществом и вынуждено обеспечивать его финансирование.

На практике в каждой стране в различных отраслях используются разные сочетания перечисленных выше вариантов институционального устройства. А ключевыми факторами, определяющими выбор конкретной системы, являются способность людей к стабильным взаимоотношениям и уровень транзакционных издержек в экономике.

## ***Выводы по первой главе***

Государство, выступая в роли катализатора экономических преобразований, инициатора процессов трансформации либо восстановления пострадавшей от военных действий экономики, располагает широким набором инструментов для проведения промышленной политики. Формируемая при этом экономика рыночного типа предполагает создание системы договорных отношений и обязательств между агентами принятия экономических решений. В этой системе государство обычно снимает с себя часть нагрузки, связанной с управлением корпоративными вопросами, передавая функции контроля в самостоятельные центры принятия решений. Этот процесс порождает множество игроков, обладающих собственными интересами, а также достаточными масштабом и возможностями, чтобы влиять на принятие решений на уровне всего государства. Развитие представлений экономистов о природе подобных взаимоотношений привело к формированию большого числа теоретических моделей на стыке экономики и политологии, формализующих процессы принятия решений в сделках между государством и корпорациями.

Появление новых теоретических подходов служило шагами к поиску равновесия интересов всех участников рыночных взаимоотношений, достигаемого с помощью частичного или полного удовлетворения присущих им интересов на рынках товаров, заемного капитала и политических услуг. Отмечая присутствие существенных различий в подходах разных экономистов к отношениям частного и государственного секторов, а также при принятии определенных оговорок, их можно рассматривать как эволюцию взглядов в направлении осознания равноправия этих двух секторов.

Заимствованные из политологии и биологии идеи легли в основу разработок экономистов и позволили заметно расширить смысл таких понятий, как «рынок» и «сделка». Дополняя систему традиционных рынков политическим рынком, теория сделала новый шаг в сторону объяснения причин, движущих принятием экономических решений на уровне как отдельной фирмы, так и целого государства. Это, в свою очередь, позволило оценить возможные границы полномочий государства с тем, чтобы добиться их соответствия критериям открытости и эффективности. В то же время в ряде научных работ отмечается отсутствие единственно правильного подхода к установлению регулирующей роли государства в экономической системе. Это обусловлено необходимостью учета цикличности развития экономики и различий в особенностях национального менталитета коренного населения, определяющих преобладающий тип социальных и экономических взаимоотношений.

## **Глава 2. Роль государства в эволюции крупного бизнеса за рубежом и в России**

### **2.1 Опыт государственного стимулирования крупного бизнеса за рубежом**

Ставя задачу анализа российского опыта формирования рыночных отношений и выстраивания открытой экономики, нельзя не отметить, что он все еще остается довольно небольшим. Этот опыт во многом уникален по причине несопоставимости исходных предпосылок с большинством других исторических примеров. И все же задачи, которые стояли перед руководством страны на начальных этапах рыночных преобразований, не являлись абсолютно новыми, и история знает примеры их успешного решения в других странах.

Относительная молодость современного российского капитализма заставляет предполагать, что логичными примерами для сравнений могут быть прежде всего начальные этапы формирования частной собственности в зарубежных странах. Прецедентом подобного перехода от доминирования государственной собственности к частной могут служить все страны бывшего социалистического лагеря. Тем не менее, анализ, базирующийся на изучении стран бывшего СССР, несмотря на его существенную роль в понимании различий между выбранными моделями развития, заведомо не дает главного — возможности сделать выводы о перспективах этих моделей. Это связано также с незавершенностью переходного периода, когда еще нет почвы для исторических выводов. Экономики этих стран, которые нередко называют продуктами «полураспада СССР», неоднократно становились «полигоном» для испытания различных видов политики, являвшихся продолжением господствующих воззрений на преимущества капиталистического устройства и демократических ценностей. Причем упреков в проведении такой политики достаивались и МВФ, и Всемирный банк, и отдельные экономисты и политологи.

Эволюцию современного капитализма в России нельзя рассматривать в отрыве от хроники политических событий, которые оказывали влияние на ход экономических реформ. Либеральные лидеры, которые инициировали начальные преобразования, со временем были вытеснены с политической арены, а вскоре и вовсе оказались в изоляции. Об этом поражении красноречиво говорит судьба российской партии «Союз правых сил», правые позиции которой шаг за шагом смещались в оппозицию к избранному правящей элитой курсу. Оказалось, что ускоренное внедрение принципов демократии в краткосрочном периоде выливается в массу осложнений, которые сводят на нет многие

достоинства этой формы управления и могут приводить не к росту, а к снижению темпов развития экономики, сопровождающемуся резким повышением дифференциации доходов населения<sup>31</sup> и сопутствующей социальной дестабилизацией. Но экономисты утверждают, что зависимость между уровнем развития демократии и темпами роста — не догма и в долгосрочном периоде. В частности, в исследовании Р. Барро<sup>32</sup>, выполненном на выборке стран и посвященном рассмотрению зависимости между темпами экономического роста и его детерминантами, отмечается, что страны с наиболее развитой демократией имеют менее выгодные условия для экономического роста, чем страны, в которых уровень демократичности — «средний». Страны же со слабо развитой демократией при этом занимают промежуточное положение между первой и второй группами.

Уровень развития демократии сам по себе — не единственная переменная, которую использовали исследователи для вычисления того, от чего зависит рост. Среди анализируемых факторов традиционно оказывались такие характеристики, как обеспеченность природными ресурсами, климатический пояс, выход к морским портам, а также положение в системах координат запад/восток, север/юг, колонизатор/колония и т. д.<sup>33</sup> Однако в последние 30–40 лет фокус внимания исследователей сместился с анализа физических факторов к комплексной оценке издержек, которые они создают для отдельно взятой страны. Появление в литературе термина «транзакционные издержки», которым экономика обязана институционалистам, выдвинуло на передний план новый фактор ускорения роста экономики, а именно — величину транзакционных издержек, присущих институтам регулирования, стоящим над экономикой либо встроенным в нее имманентно.

Качество институтов, так же как и уровень демократии, сложно однозначно измерить, поэтому, как правило, для их оценки применяются различные субституты этих показателей. Примерами таких показателей могут служить индекс политических прав Freedom House, индекс верховенства законов (The Rule of Law) либо индекс эффективности государственного регулирования (Government Efficiency Index). Несмотря на несовершенство этих измерителей, которые справедливо вызывают нарекания у многих экономистов из-за их неспособности учесть всю гамму национальных особенностей той или иной модели, они все же дают почву для определенных выводов. Помимо того, что качество институтов имеет принципиальное значение для роста ВВП<sup>34</sup>, делаются также

---

<sup>31</sup> Gradstein M., Milanovic B. Op.cit. P. 528–532; Polterovich V. and Popov V. Democratization, Quality of Institutions and Economic Growth.// NES Working Paper. № 2006/056.

<sup>32</sup> Barro R. Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study. Cambridge, 1997.

<sup>33</sup> Sachs G. Nature, Nurture, and Growth // Economist, 1997. Jun 14. P. 19–22.

<sup>34</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. The Quality of Government // Journal of Law, Economics and Organization, 1999. Vol. 15. № 1 (February).

важные заключения о первоочередности наличия адекватных по качеству институтов для успешного прогресса демократических реформ.

Но что следует считать качественными институтами? Или, если поставить вопрос иначе, какие институты обладают меньшими транзакционными издержками? Стоит отметить, что вопрос о наличии положительной связи между уровнем транзакционных издержек и типом институционального устройства до сих пор не имеет однозначного эмпирического подтверждения.

Поиск оптимальных институтов упирается в необходимость четкого определения, что понимается под «эффективностью». И если под этим словом подразумевается выгода, получаемая теми, кто заинтересован в деятельности данных институтов и предъявляет на них спрос, то оказывается, что в каждом конкретном случае оптимальна довольно специфичная схема работы, которая в другом случае окажется субоптимальной.

Следуя логике, предложенной в работе А. Афонцева<sup>35</sup>, можно выделить три ключевых класса субъектов, заинтересованных в осуществлении той или иной политики, которые отличаются между собой по степени концентрации целей и точек принятия решений. С одной стороны — это правительство, действующее на основании собственных представлений о мерах, которые должны быть приняты для адекватного регулирования в экономике. С другой стороны — это общество, каждый индивид которого заинтересован в высоком уровне собственного благосостояния и максимизации удовлетворения потребностей. Третьим типом субъектов, с точки зрения которого можно рассматривать эффективность, является промежуточным звеном между первыми двумя и представляет собой объединения индивидов, принявших для себя общие цели, которые, однако, отличаются от целей как общества в целом, так и других групп индивидов. Этот класс не принимает участия в управлении экономикой, но может воздействовать на первый класс, претворяя в жизнь, таким образом, свою собственную политику.

В зависимости от того, какой класс субъектов является доминирующим в отдельно взятой стране, по-разному протекает процесс становления институтов, причем скорость этого процесса тоже варьируется. В первом случае наблюдается относительная автономия правительства от прочих групп влияния, что позволяет ему действовать в интересах узкой группы лиц, находящейся у власти. Эти интересы могут как совпадать, так и отличаться от интересов остального общества. Подобная картина характерна прежде всего для авторитарных режимов, построенных по принципу вертикального подчинения. История предлагает немало примеров того, что такое состояние может быть устойчивым и

---

<sup>35</sup> Афонцев С.А. Институты политического рынка и экономическое развитие // Институциональные аспекты экономического развития / Отв. ред. В.С. Автономов, С.А. Афонцев. М. : ИМЭМО РАН, 2007. С. 4–32.

сохраняться много лет (СССР, Китай). Более краткосрочный вариант, в котором правительство получает карт-бланш на осуществление преобразований, возможен в ситуации, когда прочие силы, влияющие на политические решения, либо оказываются уравновешенными, либо просто отсутствуют, поскольку еще не успели оформиться как группы. Такой период длится обычно не очень долго и завершается нарушением баланса сил. Однако именно в это время появляется шанс на проведение масштабных преобразований в стране, которые при ином раскладе было бы невозможно провести, так как они обычно затрагивают слишком много интересов. Ситуацию свободы рук, получаемой правительством, наглядно демонстрирует пример стран СНГ после распада СССР. Однако, как показывает практика, дальнейшее развитие из этого состояния может пойти по разным путям.

Противопоставлением модели концентрации полномочий в руках правительства служит модель рассредоточения регулирующей функции между отдельными членами общества. Такой вариант характерен прежде всего для стран с сильно развитой демократической традицией. При этом необязательно, чтобы каждый гражданин высказывал свое мнение по поводу всех вопросов. Зато важно, чтобы соблюдалось тождество интересов между избранной группой лиц, облеченной полнотой полномочий, и основной массой избирателей. Ярким примером воплощения тождественности интересов населения и правительства является шведская модель «сильного» государства, появившаяся на свет в конце 1960-х гг. Спецификой данной модели является четкий курс на повышение занятости населения в сочетании с выравниванием доходов. При этом ее издержками становилось разрастание государственного аппарата, выполняющего регулирующую и перераспределительную функции в системе. Причем, в основе этой системы лежало представительство рабочего класса в многочисленных профсоюзах, ставших промежуточным элементом, обеспечившим консенсус между правительством и населением страны.

В некотором смысле к числу моделей консенсуса можно отнести также примеры, когда во главе государства становились популистски настроенные лидеры, что особенно характерно для стран Латинской Америки. Однако сущность популизма изначально краткосрочна, поскольку в действительности это лишь способ получения власти, за которым практически неизбежно следует переход к модели другого типа.

Наконец, в третьем случае имеет место дисбаланс между интересами большинства и меньшинства, причем меньшинство, в силу своей организованности и централизации целевых установок, имеет возможность оказывать большее влияние на решения правительства. Формы этого влияния могут быть самыми разнообразными; подробнее мы

уже рассматривали их выше. К числу наиболее ярких примеров подобного дисбаланса следует отнести страны Латинской Америки, где рынок политических услуг наиболее близок по сути к виду экономических взаимоотношений (что дает основания использовать для обозначения данного явления термин «коррупционный капитализм»). Азиатские страны тоже следует причислить к примерам данной модели, однако здесь воздействие принимает форму сращивания бизнеса и государства в виде крупных корпораций. Данная особенность делает эту модель наиболее актуальной для сопоставления с российскими реалиями.

**Таблица 2.1 Типология моделей политики развития и позиции субъектов принятия политических решений (СППР)**

Позиция СППР в экономико-политической системе		Роль правительства			
		Либеральная	Активистская		
Автономия СППР	«Успешные модели»	Модель «Вашингтонского консенсуса»	Центральная и Восточная Европа, начало 1990-х гг. СНГ, начало 1990-х гг.	Авторитарные модели	«Китайская модель», 1980-х гг.
	«Непродуктивные модели»				СССР, 1970–1980 гг.
Сговор СППР и групп давления («сговор элит»)	«Успешные модели»			«Азиатская модель»	Восточная и Юго-Восточная Азия, 1980–2000 гг.
	«Непродуктивные модели»	«Коррупционный капитализм»	Латинская Америка, 1990–2000 гг.	Экономическая маргинализация	Тропическая Африка, 1960–2000 гг.
Консенсус СППР — избиратели («консенсус масс»)	«Успешные модели»	«Консенсус во имя реформ»	Центральная и Восточная Европа, конец 1990-х – начало 2000-х гг.	Государственный дирижизм	«Шведская модель», 1950–1980 гг.
	«Непродуктивные модели»			Популизм	Латинская Америка, 1960–1970 гг.

*Источник: Афонцев С.А. Институты политического рынка и экономическое развитие // Институциональные аспекты экономического развития / Отв. ред. В.С. Автономов, С.А. Афонцев. М. : ИМЭМО РАН, 2007. С. 4–32.*

*Примечание: критерий успешности/непродуктивности определялся авторами исходя из своих экспертных взглядов. Он отражает последствия развития конкретной модели и способность ее к самосохранению.*

Если применить данную классификацию моделей к современной российской истории с момента распада СССР, можно проследить ее путь от одной стадии к другой. Начиная с либеральной автономии правительства, характерной для многих стран СНГ в начале 1990-х гг., к «олигархическому» (коррупционному) капитализму во второй половине 1990-х гг. с последующим возвратом к системе независимого госрегулирования,

принимающего, однако, все более и более авторитарные черты. Крупные экономические агенты сегодня по-прежнему играют важную роль в качестве влиятельных групп интересов в России, однако она уже существенно менее значима по сравнению с инициативами, исходящими непосредственно от правительства и подконтрольных ему структур. Однако элементы «сговора элит» в этой модели все же присутствуют, поскольку группами интересов теперь являются структуры, находящиеся в рамках самого государства, — государственные компании. Подобный симбиоз моделей подсказывает, что аналоги для проведения параллелей в развитии следует искать прежде всего среди азиатских и латиноамериканских стран, в которых влияние государства на экономику традиционно очень высоко.

Интеграция интересов правительства и бизнеса в рамках «Азиатской модели» является следствием целенаправленной государственной политики, и, как это ни странно, сформированные внутри страны группы влияния находятся в состоянии равновесия и не стремятся использовать рычаги государственного давления для получения контроля над рынками. Существует несколько объяснений этого явления. Во-первых, если обратиться к опыту таких стран, как Япония и Южная Корея, можно увидеть, что еще на ранней стадии становления крупных корпораций (чеболей и кейрецу) государство сознательно проводило отбор наиболее крупных и дееспособных структур, которым впоследствии оказывало поддержку и финансирование через систему государственных банков. Этот элемент искусственного отбора, с одной стороны, во многом нивелировал действие рыночных сил на внутреннем рынке, поскольку создаваемые структуры были специализированы и их продукция занимала разные товарные ниши. Во-вторых, наиболее активная фаза корпоративного строительства в этих странах пришлась на период 1950-х — начала 1960-х гг., когда в большинстве промышленно развитых стран уже существовали крупные холдинги, с которыми нужно было конкурировать, и, следовательно, для этого требовалась максимальная консолидация внутренних производителей.

Общей особенностью моделей Японии и Южной Кореи является активная государственная политика, нацеленная первоначально на формирование импортозамещающих активов, а впоследствии сконцентрированная на стимулировании экспортных отраслей промышленности.

Рассмотрение моделей развития этих двух стран имеет большое значение для нашего анализа, поскольку по прошествии десятилетий с момента начала активных преобразований в этих странах есть возможность адекватно оценивать достигнутые результаты и опыт формирования корпоративного устройства.

### 2.1.1 Становление японской модели кейрецу

Япония долгое время являлась примером того, как практически до основания разрушенная экономика способна в течение короткого срока не только восстановить уровень производства в стране, но и достичь показателей ведущих стран мира. Самым удивительным, наверное, было и остается то, как это может происходить на такой крошечной территории всего в 372 тыс. кв. км.

Крупная японская фирма еще со времен, когда приводилась в исполнение программа восстановления экономики по американскому плану, сохранила тесную связь с государством. В той же мере верно и обратное утверждение о том, что государство, принимая важные решения, касающиеся экономической политики, в первую очередь ориентируется на защиту интересов корпораций. Подобные отношения уходят корнями еще к концу XIX в., когда начался процесс создания полугосударственных компаний — дзайбацу<sup>36</sup>. Тогда крупные промышленные концерны служили надежной опорой правительства, которое обеспечивало их субсидиями и защищало от конкуренции со стороны зарубежных компаний. Такая схема показала себя достаточно эффективной и в 1930-х гг., когда Япония готовилась к грядущей мировой войне. Этому же принципа придерживались и американские оккупационные власти, которые, хотя и постановили разрушить прежние мощные концерны, ориентированные на выпуск продукции военного назначения, тем не менее, использовали тот же рычаг — связь бизнеса и государства.

Однако процесс формирования новых компаний, которым непосредственно управляли такие органы, как министерство финансов, внешней торговли и промышленности (МВТП), а также Банк Японии, шел несколько иначе, чем это могло происходить в экономике западного типа. Причина этого отличия крылась в той роли, которую играли в Японии устои своеобразного коллективизма, основанного на философии групповых целей. Такую философию можно сравнить с философией русской общины, деревни. Деревня сразу со всеми ее жителями встречает неприятности и вместе решает возникающие проблемы. Эта же психология действовала и при образовании японских холдингов (кейрецу). Можно сказать, что именно склонность японского характера к объединению усилий определила облик практически всех современных японских корпораций<sup>37</sup>. При этом одновременно на макроэкономическом уровне решается проблема безработицы, так как в период замедления экономики работники не

---

<sup>36</sup> Tetsuji Okazaki. Role of Holding Companies in Prewar Japanese Economic Development: Rethinking Zaibatsu in Perspectives of Corporate Governance. University of Tokyo, Faculty of Economics. June 2000. URL: <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/tkyfseres2000cf74.html>.

<sup>37</sup> М. Баскакова. Японская экономическая модель // МЭиМО, 2004. № 1. С. 98–106.

увольняются, а сохраняют свои рабочие места. Иначе говоря, безработица становится предметом заботы не государства, а корпораций.

Однако на поведение корпорации влияют совсем иные факторы, чем в экономике, — строго рыночного типа. Роль ценового фактора оказывается сниженной, зато резко возрастает роль личного доверия контрагентов и налаженных связей между ними. Поэтому и механизм исполнения контрактов отличен от типичной западной модели. Возникающие конфликты разрешаются не с помощью судебного вмешательства, которое представляется слишком дорогим, а путем внутреннего поиска соглашения в рамках одной группы (кейрецу).

Интеграция в Японии протекала с учетом специфических особенностей страны. С одной стороны, на первом этапе реформ уровень индустриализации оказался заметно ниже того, который был за десятилетие до этого. Были разрушены многие промышленные предприятия, а те, что сохранились, претерпели процесс разгруппирования и преобразования. Поэтому как таковых крупных промышленных компаний, обладающих достаточным объемом капитала, чтобы выступать в роли центрального элемента возникающих групп, в Японии просто не существовало. С другой стороны, банковский капитал также не мог взять на себя интегрирующие функции, поскольку это было запрещено корпоративным кодексом, а кроме того, капитализация банковской системы была недостаточно высокой для решения этой задачи.

Поэтому роль интегратора в японской экономике взяли на себя посреднические структуры — торговые дома. Финансовые структуры, необходимые для деятельности кейрецу, создавались уже впоследствии — на базе существующей группы. Они становились источником кредитных ресурсов для предприятий и решали задачи устранения асимметрии информации о проектируемых сделках между кредиторами и заемщиками. На банк также возлагалась ответственность за хранение временно свободных средств предприятий и расчетно-кассовые операции. Значение банков в деятельности компаний постепенно возрастало. Со временем банки брали на себя всю ответственность и риски финансового посредничества. Их деятельность получала активную поддержку со стороны государства, которое принимало меры, направленные на приток капитала в корпоративные структуры<sup>38</sup>. Сюда следует отнести такие инструменты поддержки, как сильный протекционизм в отношении зарубежных производителей, низкие процентные ставки по кредитам предприятиям, а также высокий уровень внутренних цен, который стимулировал поток средств потребителей к национальным корпорациям.

---

<sup>38</sup> Tetsuji Okazaki. Government-Firm Relationship in Postwar Japan: Success and Failure of The Bureau-Pluralism. University of Tokyo, Faculty of Economics. April 2000. URL: <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/tkyfseres2000cf69.html>.

Меры государственного воздействия основывались на серии планов, последовательно сменявших друг друга по мере изменения экономических реалий в стране.

Первым таким планом, который был утвержден правительством, стал «Пятилетний план достижения экономической самостоятельности». В этом плане был сделан заметный упор на рост индивидуального потребления японцев, что было призвано обеспечить равновесие платежного баланса и поддержание среднегодовых темпов роста на уровне 5%. В действительности установки, заложенные в этом плане, оказались выполнены уже через два года, поэтому следующий «Новый долгосрочный план экономического развития» принимался уже на период 1958–1963 гг. и также преследовал цели повышения жизненного уровня населения путем стимулирования личного потребления и достижения полной занятости. Принятые правительством меры обеспечили крайне быстрые темпы развития экономики: рост ВВП держался на уровне 10% в год. Одновременно за правительством шло закрепление функции всеобщего регулятора в экономике, определяющего стратегию достижения общенационального благосостояния. При этом под «ростом благосостояния» подразумевалось не только повышение эффективности труда и доходов населения, но и следование «принципу удовольствия» от содеянного<sup>39</sup>.

Последующие «план Икеда» и «среднесрочный экономический план 1965–1969 гг.» также были ориентированы на ускоренные темпы развития. Они преследовали задачи повышения степени индустриализации экономики, развития внешней торговли, применения достижений науки в производстве, повышения социальной устойчивости в стране. Однако их реализация столкнулась с новой проблемой: централизованное планирование не обеспечивало потребителей всеми необходимыми товарами: между спросом и предложением возникали диспропорции, которые требовали дополнительной балансировки. После непродолжительного периода циклического замедления в середине 1960-х гг. экономика Японии вновь стала набирать обороты. За период 1968–1971 гг. темпы роста ВВП составляли 13% в год. При этом последующие планы уже преимущественно ориентированы на обеспечение равномерного развития, в большей мере учитывающего социальные и экологические вопросы, такие как рост личного потребления и поддержание высокого уровня занятости.

Активная социальная политика требовала значительных затрат ресурсов, воспроизводство которых в корпоративном секторе обеспечивались быстрыми темпами роста экономики. Подобная схема не была лишена недостатков. Во-первых, неизбежное замедление темпов роста в ходе циклического развития при растущем внутреннем

---

<sup>39</sup> Опыт Японии в решении социально-экономических проблем. М. : ИДВ РАН, 1995. С. 18.

спросе провоцировало разгон инфляции. А во-вторых, усиливалась зависимость от наличия барьеров на пути внешней торговли, которые обеспечивали надежный сбыт продукции корпораций внутри страны. Существовавшая в это время разница между внутренними и среднемировыми ценами (4–5-кратная)<sup>40</sup> формировала устойчивое преимущество для национальных производителей, которого теперь им предстояло лишиться. В конце 1980-х гг. оба недостатка обернулись серьезными проблемами для японской экономики. Под давлением торговых партнеров (главным из них были США, у которых к этому времени доля Японии во внешнеторговом обороте достигла 30%) Япония пошла на проведение новой политики открытости (kaikoku), которая была направлена на смягчение жестких позиций и отмену ряда протекционистских мер.

За этим последовало неизбежное снижение темпов роста экономики, которое постепенно перешло в спад производства. Наблюдавшаяся в этот период дефляция цен на некоторые товары, а также политика центрального банка, направленная на непрерывное смягчение условий кредитования и рост денежной массы, не смогли спасти экономику от затяжного финансового кризиса, в который она оказалась ввергнута в 1990–1991 гг. В этот период японские корпорации столкнулись с быстрыми процессами интернационализации мировой экономики, либерализации товарных потоков и резким усилением позиций импортеров, в том числе за счет других экономик АТР.

Как уже отмечалось выше, модель, выбранная японским руководством, была оптимальной лишь в определенных условиях. Этими условиями были сохранение высоких темпов развития, надежная защита внутренних рынков, высокая централизация принятия решений на уровне правительства и его министерств. Однако смена внешних условий крайне пагубно отразилась на этой модели, которая оказалась мало приспособляемой к изменениям, и преимущества обернулись недостатками. Высокий уровень социального обеспечения тяжелым бременем лег на государственные финансы, что потребовало эмиссии больших объемов государственных облигаций и дополнительного расширения ликвидности. Низкие ставки по кредитам обернулись масштабным экспортом капитала; займы в японской иене стали одним из наиболее популярных способов финансирования спекуляций на зарубежных рынках активов.

Централизация принятия стратегических управленческих решений на надкорпоративном уровне долгое время выступала одним из стратегических преимуществ японской модели, позволяя сверху корректировать дисбалансы в структуре спроса и

---

<sup>40</sup> Mayumi Itoh. Globalization in Japan. Japan Sakoku Mentality and U.S. Efforts to Open Japan. London, 1998. P. 133.

предложения. Однако затем это преимущество обернулось серьезными проблемами для самих корпораций, которые нуждались в смене парадигмы деятельности.

Приведем несколько характеристик японской корпоративной структуры, которая сформировалась к этому времени. В Японии доминируют две формы контроля группы над входящими в нее предприятиями. Это, во-первых, прямое акционерное участие в капитале дочерних обществ. Оно имеет место по отношению к предприятиям — непосредственным участникам технологического процесса, без которых этот процесс стал бы невозможен. Компании, играющие вспомогательную роль, в которых доля холдинга невелика, могут при этом одновременно входить в состав других холдингов.

И, во-вторых, тесные договорные отношения, связывающие группу с остальными предприятиями, обеспечивают поддержку основного производственного процесса. Таких компаний в группе большинство, причем сам факт их отнесения к группе часто основывается только на постоянном тесном сотрудничестве и ни на чем более. Кроме того, между этими относительно независимыми компаниями существует конкуренция на рыночных условиях за получение контрактов от головной структуры холдинга<sup>41</sup>, так что в целом определение границ такой группы становится весьма непростой задачей. В отсутствие заказов от основной группы такое предприятие может переключиться на оказание услуг другим компаниям.

Получающаяся переплетенная структура наиболее эффективна при наличии единого надкорпоративного центра принятия решений, в качестве которого традиционно выступало государство. Однако в условиях самостоятельности деятельность вспомогательных подразделений оказывается лишена инструментов стратегического планирования, что приводит к менее эффективному функционированию.

Тот факт, что государство активно поддерживало национальный бизнес в осуществлении экспортных поставок, оборачивался сложностями, когда оказывалось, что внешний спрос на японские товары нестабилен или сокращается. Зависимость от ключевого, по сути, потребителя японских товаров — экономики США стала причиной начала проблем в экономике самой Японии. Корпорации и, в особенности, мелкий и средний бизнес столкнулись с необходимостью самостоятельно ориентироваться в быстро меняющихся условиях, к чему они были не всегда готовы. Кроме того, крайне жесткий рынок труда, сформировавшийся во многом на основе принципов пожизненного найма, не позволял мобильно переключать факторы производства на новые направления развития.

Тем не менее, рассматривая итоги промышленной политики японского правительства, нельзя не остановиться на одной важной детали: ему удалось избежать

---

<sup>41</sup> Олейник А. Н. Институциональная экономика. М. : ИНФРА-М, 2000.

серьезных конфликтов внутри системы отношений власти и бизнеса на этом пути. С одной стороны, это обуславливалось присутствием бизнесменов в руководящих органах, а с другой — все тем же менталитетом японцев и их корпоративных структур, которые стремились подстраиваться под национальные задачи и приоритеты, отодвигая при этом на второй план собственные интересы.

Японские кейрецу и российские государственные концерны имеют ряд общих черт, которые их объединяют. С одной стороны, сюда следует отнести иерархичность и многоуровневость структуры холдингов, а также тесные взаимосвязи между интересами государства и корпораций, которые особенно четко проявляются при проведении промышленной политики. С другой стороны, черты японского менталитета, выраженные в особенностях целеполагания и руководства в японских корпорациях, вносят свои отличия, которые трудно воспроизвести в иной национальной среде.

### **2.1.2 Модель стимулирования корпораций в Южной Корее**

Еще одним ярким примером высокой централизации интересов в экономике на государственном уровне является другой представитель Азиатско-Тихоокеанского региона — Южная Корея. Начало формирования холдингов в этой стране шло во многом по тому же сценарию, что и в Японии. Подобно японской модели, корейское правительство взяло на себя часть предпринимательских функций, то есть ответственность за решение вопросов: что, где и сколько нужно производить. Инициатива в отношении индустриализации и создания новых секторов экономики исходила в первую очередь от государства. Причем, изначальный импульс формировался с подачи не столько корейских властей, сколько представителей США, которые приняли активное участие в процессе восстановления экономики страны. Государственная политика касалась в первую очередь защиты первых проектов по замещению импорта в новых отраслях (производство цемента, удобрений, синтетических тканей, нефтепереработка). Создание этих отраслей тоже было инициативой государства и преследовало задачу трансформации от легкой промышленности к тяжелым отраслям. Процесс трансформации происходил практически с нулевой стадии, поскольку до гражданской войны в Корее этих отраслей не существовало вовсе, а предприятия, сформировавшиеся к 1950 г., за три года военных действий потеряли активы, которые они имели.

В этих условиях государству пришлось ориентироваться на новые формы организации производства, такие как семейные кооперативы, артели, торговые конторы, которые начали появляться уже в послевоенное время<sup>42</sup>. Выделение приоритетных

---

<sup>42</sup> Федоровский А. Н. Феномен Чеболь. Государство и крупный бизнес в Республике Корея. М.: Издательский дом «Стратегия», 2008. С. 81.

направлений выразилось в создании инвестиционного фонда, средства из которого предназначались для финансирования создания производственных мощностей в выбранных отраслях, а также для предоставления им доступа к системе поощрений и льгот.

В рамках каждого направления проводился отбор компаний, которые с этого момента становились реципиентами адресной помощи. Кроме того, государство самостоятельно определяло то, какие направления в дальнейшем будут приоритетными для той или иной компании. Выбор компаний и их поддержку осуществляли экономические министерства либо специально созданные ведомства (в настоящее время – «Комиссия по структурной перестройке бизнеса»). Получение такой поддержки автоматически означало, что компания берет на себя ответственность за выполнение предъявляемых ей требований и согласует свою деятельность с указанными ведомствами.

Государственная поддержка компаний заключалась в следующем.

- Обеспечение развитой инфраструктуры в районе действия приоритетных национальных компаний.
- Предписание национальным банкам осуществлять льготное финансирование проектов отобранных компаний. Кроме того, предоставление таким компаниям на начальной фазе их развития налоговых «каникул», что позволяло им создать хорошую производственную базу и финансировать научные исследования.
- Обеспечение стабильных низких издержек на потребление услуг естественных монополий, действовавших в сфере производства энергии и транспорта.
- Содействие экспорту продукции<sup>43</sup>.

Таким образом, государство способствовало формированию некой модели компании, которая обладала набором уникальных особенностей, присущих только корейским компаниям, и одновременно включала в себя черты, объединяющие любые компании, появляющиеся в экономике догоняющего типа.

Главной особенностью холдинга корейского типа (чеболя) является его типично олигархическая структура. Это означает, что контроль над всей корпорацией осуществляется очень ограниченной несменяемой группой людей, которые, как правило, принадлежат к кругу одной семьи, либо это группа «товарищей», школьных друзей. Семья контролирует группу с момента самого ее основания. По мере развития группы формируется необходимый управленческий капитал основателей, который, когда группа начинает расширяться и создавать новые направления бизнеса, переносится на новые подразделения.

---

<sup>43</sup> Park Sang-Chul. Industrial Policy and Regional Development: A Diachronic Comparison of Japanese and South Korean Economic Strategies / P. Nagel (ed.) Handbook of Global Economic Policy. New York: Marcel Dekker Inc., 2000.

Создание большого числа зависимых компаний, которые призваны осуществлять обслуживание деятельности основных направлений бизнеса, тоже является особенностью корейских компаний. Такие компании остаются в составе структуры холдинга, их количество стабильно, и это дает возможность достаточно точно определить границу каждого чеболя. Примечательно, что использование услуг сторонних организаций, в частности тех из них, которые входят в состав других холдингов, в Корее не практикуется.

Появление новых направлений бизнеса тоже выражается в создании новых компаний в составе холдинга, хотя одна компания может отвечать сразу за несколько направлений бизнеса. Общее число видов бизнеса может достигать пяти–десяти.

Формирование холдингов наиболее активно происходило на фоне переориентации экономики в сторону экспортной экспансии. Характерно, что инициатором этого процесса выступали именно военные режимы, в частности правительство Пак Чжон Хи, администрация которого получила контроль над страной после военного путча 1961 г. Этот контроль осуществлялся не только методами экономической политики. Одной из важных черт возникавшей системы был приток военных кадров на управленческие должности в рядовых компаниях. То обстоятельство, что руководство компаниями поручалось людям, за которыми стояла прежде всего командная подготовка и только во вторую очередь — бизнес-образование, играло важную роль в повышении производительности труда и позволяло ускорить процессы индустриализации.

Успех на выбранном направлении не мог быть достигнут также без четкого представления о том, в каких отраслях промышленности необходима концентрация усилий. Это требовало тщательного анализа перспектив и возможностей интеграции в международное разделение труда, который был возложен на Высший совет государственной реконструкции (ВСГР) и Управление экономического планирования (УЭП). Основное внимание этих организаций сфокусировалось на развитии энергетики, угольной промышленности и производстве удобрений. Реализация поставленного плана в первую пятилетку уже позволила достичь годовых темпов роста 9,6%. В дальнейшем выделение и культивация наиболее устойчивых и успешных предприятий, задействованных на экспортном направлении, и переориентация на производство продукции перерабатывающих отраслей промышленности (в первую очередь химической и тяжелого машиностроения) позволили увеличить темпы роста ВВП до 15% в год.

Курс на однобокое экспортное развитие стал проявлять свои недостатки в конце 1970-х гг. Для сохранения высоких темпов роста требовалось не только экспортировать продукцию, но и развивать внутреннюю воспроизводственную базу, которая дала бы новые технологии, а также обеспечила бы внутренний спрос. Кроме того, высокая

зависимость от поставок энергоресурсов, которые к этому периоду заметно выросли в цене, лишь обостряла подверженность страны изменениям внешней конъюнктуры. Между тем, неразвитость национального рынка не могла обеспечить чеболям достаточный спрос для компенсации потерь на экспортных направлениях. Как результат, к началу 1980-х гг. темпы экономического роста снизились до 5,2% в год. Одновременно наблюдалось ускорение инфляции, провоцируемой активной кредитно-денежной политикой правительства, и рост дефицита платежного баланса. Еще одной негативной чертой сформировавшихся к этому моменту монополистических образований стал быстрый рост задолженности, в составе которой присутствовали деньги не только национальных кредиторов, но и зарубежных инвесторов (в первую очередь из США)<sup>44</sup> — 75% всех кредитов, выдаваемых национальной банковской системой, поступало на балансы чеболей. При этом подтачивалось положение небольших компаний, которые оказывались в заведомо более жестких условиях, не имея возможности занимать деньги по высоким ставкам, а также получать преимущества от внешней торговли.

Следует отметить, что на рубеже 1980–1990-х гг. руководство страны предприняло важные для развития экономики шаги по либерализации механизмов регулирования. Был дан старт процессам приватизации части корпораций, находившихся ранее всецело в государственной собственности. Контроль над операционной деятельностью предприятий отчуждался в пользу сформировавшихся к тому моменту на них управленческих команд. Этот процесс носил плановый характер и распространялся не только на область вопросов корпоративного контроля, но также затрагивал и другие сферы, в частности внешнеторговую, где постепенно снимались существовавшие длительное время барьеры для импортируемых товаров, и социальную — здесь шло движение в сторону больших гражданских прав и свобод, получаемых населением страны.

Сформировавшаяся в итоге модель корпоративных образований — чеболей — на долгое время стала образцом успешной индустриальной политики, проводимой государством, которое своевременно уступает бразды правления в пользу частной инициативы. Тем не менее, эта модель содержала в себе также отдельные недостатки, часть которых была заложена еще на стадии формирования чеболей. В частности, высокая зависимость от дешевых кредитов, предоставляемых в достатке национальной банковской системой и внешними кредиторами, обусловила низкий уровень достаточности

---

<sup>44</sup> Krueger A. O. Why Crony Capitalism Is Bad for Economic Growth / Haber S. (ed.) Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence. The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University, 2002. P. XV–XVI, P. 12.

собственного капитала и, следовательно, финансовой устойчивости<sup>45</sup>. Еще одним фактором, обусловившим замедление роста компаний, стало увеличение издержек — и в первую очередь расходов на заработную плату. Последняя была ниже в других развивающихся странах, от которых Южная Корея более не была отделена протекционистскими барьерами после вступления в ВТО в 1995 г.

---

<sup>45</sup> Shin Jang-Sup. Corporate Restructuring after Financial Crisis in South Korea, A Critical Appraisal. // Department of Economics, National University of Singapore, July 2002. P. 4.

### **2.1.3 Отношения государства и корпораций в странах Латинской Америки**

В отличие от азиатских моделей, система, сформировавшаяся в странах Латинской Америки во второй половине XX в., отражает иной расклад сил во взаимодействии государства и групп интересов. Роль последних в регионе настолько велика, что в определенной мере нивелирует системную функцию центральных органов власти, решения которых ставятся в зависимость от сформировавшихся в стране элит. В результате применяемый для обозначения данного явления термин «коррупционный капитализм» во многих научных публикациях стал синонимом неэффективности и несправедливого распределения ресурсов. В доказательство этому часто ссылаются на примеры экономических кризисов, от которых регулярно страдали экономики региона, чья макроэкономическая политика оказывалась нацелена на удовлетворение краткосрочных, по своей сути, интересов отдельных участников политического рынка. Считается, что в условиях «коррупционного капитализма» бóльшая часть доходов распределяется в пользу игроков, обладающих определенными каналами воздействия на принятие политических решений. Их выгода заключается в лучших условиях доступа к рынкам, а также к источникам льготного финансирования, причем эти условия существенно отличаются от тех, которые распространяются на остальных участников, действующих на рыночной основе. Льготное финансирование может осуществляться как посредством национальных банков, так и через частные институты, пользующиеся покровительством государственных органов. Другим примером реализации выгод от доступа к рынку политических услуг может служить получение индульгенции на создание искусственной монополии в определенном сегменте торговли, которая позволит извлекать рентный доход за счет ограничений доступа для других игроков.

Подобная практика имеет под собой твердые экономические основания. Получатели ренты перераспределяют часть собственной прибыли в пользу государства в виде налогов, но, кроме этого, поддерживают конкретных субъектов политического рынка, которые обеспечивают им гарантии прав собственности и продолжение существования. Такой подход можно охарактеризовать как «разрешительный», поскольку любой вид деятельности требует особого разрешения, которое можно получить лишь при условии определенной компенсации. Его можно противопоставить примеру развитых стран, в которых регулятивная роль правительства, напротив, ограничена нормативной базой, а

большинство функций относится к разряду «запретительных». Эти два подхода имеют несколько существенных отличий<sup>46</sup>.

Во-первых, в условиях действия «разрешительной» практики наибольшее распространение получают те направления бизнеса, которые позволяют извлекать максимальную ренту. Это способствует созданию крупных компаний, деятельность которых более пригодна для изъятия подобной ренты, притом что в условиях открытого рынка в аналогичных условиях более вероятным было бы возникновение конкурентной среды.

Во-вторых, персонифицированность большинства видов отношений на политическом рынке ставит предприятия в зависимость от интересов и возможностей отдельных индивидуумов. Это также ведет к сужению горизонта планирования, поскольку успешность отдельных проектов оказывается зависима от сроков полномочий субъектов политического рынка и их способности влиять на процесс принятия решений. Это, в свою очередь, предполагает требование более высокой результативности в краткосрочном периоде времени, отодвигая на второй план инициативы, которые могли бы принести стратегическую пользу.

Наконец, в-третьих, система, основанная на «разрешительном» принципе, представляет собой мощный инструмент перераспределения ресурсов и доходов в пользу получателей ренты, в то время как его издержки ложатся дополнительным бременем на плечи остального населения.

И все же подобные системы обладают мощным потенциалом жизнеспособности, который позволяет им не только сохранять существование, но и успешно конкурировать с экономиками, построенными по иным принципам. Исследователи отмечают устойчивость коалиционных отношений, которые возникают между органами исполнительной власти и группами интересов<sup>47</sup>. Эта устойчивость является залогом существования каждой из сторон, обеспечивая безопасность инвестиций одним и стабильность осуществления рентных платежей другим, что в сущности становится условием сохранения всего режима.

Характерный пример формирования устойчивого механизма, основанного на коалиционных соглашениях, являет собой история экономического и политического развития Мексики в XX в. Наличие тесных связей между государством и бизнесом в этой стране можно проследить на протяжении всего столетия с момента завершения гражданской войны в 1917 г. Важнейшим связующим звеном между этими двумя

---

<sup>46</sup> Haber S. Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence // The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University, 2002. P. XV–XVI.

<sup>47</sup> Подобный подход находит отражение в ряде публикаций. См. Weingast B. R. The Political Foundations of Democracy and the Rule of Law // American Political Science Review, 1997. Vol. 91. P. 245–63.

институтами выступала банковская система. Согласно принятому в 1925 г. закону, регламентирующему банковскую деятельность, были установлены жесткие требования к капиталу и условиям сделок банков, что существенно сузило число возможных игроков в отрасли и способствовало образованию монополии избранных ее представителей. В том же году был учрежден Банк Мексики (Banxico), получивший контроль над налоговыми поступлениями от нефтяной индустрии и железнодорожных перевозок. Этим искусственно создавались преимущества для государственных банков, через которые стало возможно осуществлять финансирование наиболее приоритетных с точки зрения властей проектов. К их числу относились, в частности, предприятия по производству сахара, принадлежавшие действующему президенту Каллесу. Кроме того, обширный доступ к кредитам банка получили члены президентской семьи и близкие политики<sup>48</sup>. Положение собственников предприятий было тем более шатким, что права владения имуществом не являлись абсолютно незыблемыми и укорененными. Напротив национализация банковской системы, имевшая место в период с 1915 по 1917 г., служила очевидным доказательством того, что деятельность правительства не ограничена практически никакими рамками. Частичная национализация была перед этим проведена также в железнодорожной отрасли и в сфере оказания услуг телефонной связи.

Особое место в развитии мексиканской модели взаимодействия государства и корпораций занимало рабочее движение. В 1920-х гг. важнейшую роль на политической арене играла Региональная конфедерация мексиканских профсоюзов (Confederación Regional Obrera Mexicana, CROM), способствовавшая формированию нового трудового законодательства. Лидеры сформированной на основе профсоюза партии занимали ключевые посты в правительстве, что позволяло им влиять на интересы корпораций. Фактически ни один кандидат на пост президента, участвовавший в предвыборной борьбе, не мог игнорировать интересы рабочих. Впоследствии в результате партийной борьбы CROM утратила свои позиции, однако на ее место пришли представители других партий, также представляющих профсоюзное движение. Ко второй половине 1930-х гг. власть была сосредоточена в руках одной партии — Подлинной партии мексиканской революции (Partido de la Revolución Mexicana, PRM), в составе которой были широко представлены интересы, как рабочего класса, так и сельскохозяйственного сектора. Благодаря обширному присутствию государственных институтов в экономике стало возможно осуществление тесного взаимодействия между политической средой и отдельными секторами экономики. Оно выражалось в активном использовании личных связей на

---

<sup>48</sup> Haber S., Razo A., Maurer N. Political Instability, Credible Commitments and Economic Growth: Evidence from Revolutionary Mexico. Stanford University; Instituto Tecnológico Autónomo de México, 2000.

уровне элит с обеих сторон с существованием негласных условий обмена предоставляемых льгот и преимуществ на компенсацию в виде рентных поступлений. Подобное взаимодействие явилось одним из фундаментальных элементов складывающейся модели, поскольку в течение последующих 50 лет развитие политической сферы в значительной степени стабилизировалось.

Как уже было отмечено выше, особенностью этой схемы не могло не стать наличие высокой степени монополизации в отдельных секторах. Концентрация собственности создавала ряд преимуществ, среди которых можно отметить следующие. Во-первых, она снижала издержки на контроль над деятельностью предприятий и осуществление регулирования. В этой связи Мексика долгое время активно применяла инструментарий импортных барьеров, введение ограничений на вхождение новых игроков в отрасли и другие нормы, иницируемые под лозунгом защиты общественных интересов. Естественно, наибольшая выгода от подобного регулирования оказывалась в руках близкой к государству экономической элиты. Отдельные сектора экономики принципиально не допускали деятельность частного капитала, как, например, это происходило в дорожно-строительной отрасли, автомобильном транспорте, а также в распределении питьевой воды<sup>49</sup>.

Во-вторых, в условиях небольшой экономики, активно использующей импортные барьеры и стремящейся расширить экспорт, крупные компании способны извлекать больше выгод от экономии на масштабе. Подобным образом была достигнута высокая концентрация в таких отраслях, как автомобилестроение, черная металлургия, нефтехимия, производство стекла и др.

Наконец, в-третьих, концентрация управления в руках ограниченного круга лиц располагает к формированию стабильных механизмов извлечения ренты из экономики. По этой же причине такая система обладает повышенным потенциалом сохранения политической стабильности, поскольку накопление ресурсов в руках уже существующих элит не создает предпосылок для нарушения складывающегося равновесия.

Серьезным испытанием на прочность сложившихся институтов стал долговой кризис, обрушившийся на экономику Мексики в 1982 г. Его действие усугублялось тем обстоятельством, что в предшествовавшие несколько лет экономическое развитие шло ускоренными темпами, чему в значительной степени благоприятствовала конъюнктура на товарно-сырьевых рынках и, прежде всего, — высокие цены на нефть. В период с 1978 по 1981 г. темпы роста реального ВВП составляли от 8,0 до 9,1% в год. Это сопровождалось

---

<sup>49</sup> Fernandez M. Arturo. Deregulation as a Source of Growth in Mexico / Rudiger Dornbusch and Sebastian Edwards, eds. NBER book Reform, Recovery, and Growth: Latin America and the Middle East, 1995. P. 311–342.

ростом занятости в наиболее высокодоходных сегментах экономики, таких как машиностроение и сфера услуг, где доля занятого экономически активного населения возросла с 27,2 до 41,4%. Одновременно с этим происходило наращивание государственных инвестиций в структуре ВВП — их доля увеличилась за тот же период с 7,2 до 10,8% (в ценах 1970 г.). При этом доля госрасходов возросла в указанные четыре года еще сильнее: на 97,7% (до 41,3% ВВП) в 1981 г. Стремительное наращивание роли государственных компаний и общий эффект эйфории от бурного развития финансировались ценой масштабных внешних займов, поскольку собираемых налогов было недостаточно, а государственный бюджет испытывал хронический дефицит (его величина к 1981 г. составляла 14,7% ВВП против 6,7% четырьмя годами ранее)<sup>50</sup>. Главной статьей доходов в указанный период стали поступления от экспорта нефти, добываемой в Мексиканском заливе. Монополия на извлечение углеводородов находилась в руках госкомпании «Пемекс» (Petróleos Mexicanos, PEMEX)<sup>51</sup>, денежные поступления которой в 1980 г. достигали 6,3% ВВП. Примечательно, что доходы компании внутри страны при этом были не столь велики, поскольку правительство фактически заморозило рост цен на энергоносители для национальных компаний. В результате цены на топливо в Мексике составляли только четверть стоимости, которую платили внешние потребители, что было эквивалентно громадной субсидии, величина которой (измеренная в виде недополученной компанией выручки, согласно оценкам исследователей) составляла 6,2% ВВП<sup>52</sup>.

Сопровождавшее бюджетный дефицит стремительное накопление внешней задолженности вело к неравномерному распределению нагрузки между частным и государственным секторами. Из совокупного внешнего долга в размере 81 млрд долл. США на конец 1981 г. только 21,9 млрд долл. США приходилось на частных заемщиков. Основная часть задолженности, выданная в виде средне- и долгосрочных кредитов, была получена компаниями государственного сектора, ведущим представителем которых являлась PEMEX с долгом в 15,7 млрд долл. США. Главным аргументом заемщиков выступали быстрые темпы роста добычи энергетического сырья, что стало отчасти возможно благодаря открытию новых месторождений.

Однако рост экспортных поступлений не успевал за темпами увеличения внешней задолженности и особенно краткосрочной ее составляющей, доля которой обгоняла динамику общего долга. К 1982 г. в связи с резким изменением конъюнктуры на рынке

---

<sup>50</sup> Buffie F. E. Mexico 1958–1986: From Stabilizing Development to the Debt Crisis // Jeffrey D. Sachs, eds. NBER Book Developing Country Debt and the World Economy, University of Chicago Press, 1989. P. 141–168.

<sup>51</sup> Petróleos Mexicanos – ведущая мексиканская нефтедобывающая компания, оборот которой в 2007 г. превысил 100 млрд долл. США. Контроль над компанией находится в руках государства (PETRÓLEOS MEXICANOS Form 20-F based on Annual Report for the Year 2007).

<sup>52</sup> Buffie F. E., 1989. P. 151.

энергоносителей расходы на выплату процентов легли тяжелым бременем на доходы: стоимость обслуживания краткосрочного долга достигла 10,6% ВВП. К 1 сентября 1982 г. стало очевидным, что справиться с долговой нагрузкой не удастся, и правительство на четыре месяца ввело мораторий на расплату с кредиторами. Одновременно были предприняты такие шаги, как очередная национализация банковской системы и введение валютного контроля. Существует мало свидетельств относительно эффективности деятельности государственного сектора в предкризисный период, однако большинство экономистов сходятся во мнении, что кризиса можно было бы избежать, если бы наращивание задолженности трансформировалось в инвестиции в человеческий капитал. Вместо этого, согласно разным оценкам, от 38 до 53% получаемых от кредиторов денег формировало отток капитала за рубеж.

Выход из кризиса занял длительное время. То обстоятельство, что основной объем задолженности приходился на государственный сектор, обуславливало применение централизованного способа решения проблем с выплатами по долгу. С этой целью в начале 1983 г. был создан специальный «Доверительный фонд страхования валютных рисков» (Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios, FICORCA), взявший на себя функцию взаимодействия с кредиторами и выплату долгов примерно 2000 заимствовавших прежде компаний<sup>53</sup>. Централизация функции долгового агента была в целом позитивным решением, поскольку заметно снизила издержки кредиторов на получение обратно своих вложений, освобождая их от необходимости разбираться со сложностями отдельных заемщиков.

В последующие годы ситуация на рынке нефти продолжала усложняться для экспортеров, и к 1986 г. экономика Мексики снова оказалась в тяжелой рецессии. Анализируя возможности предотвращения дальнейшего усугубления ситуации, руководство страны предприняло в последующие годы радикальные шаги, который грозили принципиально изменить облик представителей мексиканского бизнеса. В 1987 г. Мексика присоединилась к общему соглашению по тарифам и торговле (GATT), а в 1993 г. стала членом североамериканского соглашения о свободной торговле (NAFTA). Это решение способствовало существенному упрощению торговли в регионе, однако в значительной мере ставило под удар позиции производителей, ориентированных на внутренний рынок. В среде экономистов до сих пор нет единой точки зрения, относительно того, было ли это действие оправданным. Очевидно, что наибольшую пользу от него получил главный торговый партнер Мексики — США, на которые приходится 90% мексиканского экспорта. Противники этого решения также указывают на

---

<sup>53</sup> Stone R. M. Corporate Sector Restructuring. The Role of Government in Times of Crisis. IMF, 2002.

то, что оно не помешало развитию в 1990-е гг. процесса массовой эмиграции трудоспособного населения Мексики в США в поисках более доходных рабочих мест, даже с перспективой трудоустройства в теневом секторе. В самой Мексике при этом наблюдалась стагнация реальной заработной платы, а наибольший рост доходов происходил в производстве неэкспортируемых товаров и, в частности, в сфере услуг, что способствовало развитию неформальной занятости<sup>54</sup>. Тем не менее, последствиями данного решения стал быстрый рост мексиканского экспорта, который с 1985 по 1993 г. увеличился на 90%, а также достижение макроэкономической стабильности: инфляция опустилась до минимального уровня за много десятилетий (менее 5% с 2002 по 2005 г.), а сглаживание курса песо отодвинуло на задний план постоянную угрозу нового кризиса платежного баланса<sup>55</sup>.

Рассмотренные исторические примеры развития взаимоотношений между государством и бизнесом в некоторых странах Юго-Восточной Азии и Латинской Америки позволяют выделить ряд важных общих закономерностей.

1. Развитие корпоративного устройства в каждой модели сопровождается активным участием государства. Основными элементами государственной политики становятся формирование ключевых игроков в приоритетных отраслях промышленности, которые изначально находятся в собственности государства.
2. Важнейшим элементом стратегии развития при этом является контроль над банковской системой, а также создание комфортных условий для конкуренции с импортом.
3. Задачи, которые ставит перед собой государство, могут быть самыми разнообразными, в частности: создание рабочих мест в новых отраслях, развитие производства в новых регионах, расстановка надежных людей по ключевым позициям в руководстве корпорациями. Но в каждом случае вмешательство государства указывает на то, что данное решение имело низкие шансы на воплощение в условиях свободной рыночной экономики.
4. На определенном этапе развития каждая страна, использующая преимущества внешней торговли, оказывается вынужденной открыть доступ к внутреннему рынку для внешней конкуренции. Это действие способно нанести удар по балансу групп интересов, сформировавшемуся внутри страны, и потребовать поиска нового равновесия с учетом интересов всех участников мировой торговли. На практике это

---

<sup>54</sup> Polaski S. Jobs, Wages, and Household Income / Audley J., et al., NAFTA's Promise and Reality: Lessons from Mexico for the Hemisphere. Washington : Carnegie Endowment for International Peace, 2003.

<sup>55</sup> Blecker A. R. Macroeconomic and Structural Constraints on Export-Led Growth in Mexico // American University Working Paper, March 2006.

может вести к замедлению темпов экономического роста и повышению подверженности глобальным экономическим флуктуациям.

Наряду с общими чертами двух рассмотренных типов моделей следует также указать на существование расхождений. Одним из наиболее важных отличий следует считать исходные предпосылки для формирования соответствующего рассмотренным странам типа взаимоотношений между государством и бизнесом. Если перед Японией и Кореей стояла задача ускоренной модернизации и импортозамещения на фоне разрушенной во время войны промышленности, то Мексика, хотя и пережила период гражданской войны, достаточно быстро сумела оправиться без четко оконтуренного вмешательства государства. Относительная обеспеченность природными ресурсами благоприятствовала экономическому развитию и создавала предпосылки для самостоятельного развития корпоративного сектора. Соответственно, иными были приоритеты политиков, которые могли оказывать влияние на процесс перераспределения ресурсов и отдавали предпочтение развитию компаний, доходы которых были подконтрольны либо правительству, либо конкретным представителям политической элиты.

## **2.2 Государственная политика приватизации и возникновение рыночных институтов в России**

В первые годы рождения институтов рынка, как и в других странах, в России образовались крупные бизнес-группы, которые стремились концентрировать в себе материальные и финансовые ресурсы, необходимые им для развития. На них возлагались большие надежды на долгосрочную перспективу. Крупные компании должны были стать своеобразными «локомотивами роста», которые дали бы толчок к развитию сначала своим отраслям, а потом и остальным секторам экономики. На этом пути российский корпоративный кластер выдержал ряд сложных испытаний: дезинтеграцию, интеграцию, экономические кризисы и политическое давление. За прошедшее с начала рыночных реформ время крупный бизнес не только преодолел эти стадии, но и сумел выйти на внешний рынок, а в отдельных отраслях научился на равных конкурировать с ведущими западными концернами. Значение крупного частного капитала в развитии экономики сложно переоценить, и поэтому история его формирования заслуживает внимательного рассмотрения.

Этот процесс нельзя считать самостоятельным. Его течение с самого начала задавалось определенными действиями государства, которое тоже переживало стадию трансформации, а его интересы менялись. Если вначале оно последовательно добивалось избавления от активов путем их приватизации, то затем переключилось на задачу консолидации контроля над отдельными частными компаниями, включившись в рыночные отношения на равных с независимыми участниками. Это не могло не привести к появлению противоречия между задачами экономического регулирования и получения выгоды от бизнес-проектов. А одним из неизбежных результатов стало размытие понятий государство и бизнес, которые оказались тесно переплетены друг с другом и во многом взаимозависимы.

В данной главе мы рассмотрим, как шло возникновение и развитие отдельных наиболее крупных представителей бизнеса в России и почему их роль в экономике сегодня настолько велика, что становится предметом особой политики государства.

### **2.2.1 Предпосылки рыночных преобразований**

В отличие от большинства развивающихся стран, где процесс формирования частных холдингов происходил еще в 1960–1970-х гг., аналогичный период в России наступил значительно позже. Для России процесс создания крупных коммерческих холдингов как независимых от государства структур начался лишь в начале 1990-х гг. До этого момента в стране практически все решения принимались на верхнем уровне

планирования, которое осуществлял специальный институт — Госплан. Деятельность этой организации заключалась в разработке руководящих документов для каждой отрасли экономики, которые учитывали соотношение потребностей и мощностей таким образом, чтобы обеспечить равномерное поступательное развитие всей экономики в целом. Однако реальность показала, что такая система подвержена ряду недостатков, которые негативно влияют на эффективность функционирования как отдельных экономических производственных единиц, так и всей совокупности экономических субъектов. Эти недостатки выражались в следующем.

- Низкий уровень развития горизонтальных связей в экономике.
- Длинная цепочка принятия решений и контроля, которая приводила к снижению ответственности и управляемости хозяйственных единиц, находящихся в конце цепочки.
- Низкая мотивация рабочих, обусловленная существующей распределительной системой оплаты труда.

Здесь не утверждается, что эти недостатки стали главной причиной распада системы планового хозяйства. Наоборот, многие исследователи полагают, что решающее влияние на развитие исторического процесса оказала социально-политическая система страны<sup>56</sup>. Тем не менее, перечисленные выше особенности экономики оказали существенное воздействие на первоначальные этапы формирования холдингов, начавшегося в первой половине 1990-х гг. Здесь стоит обратить внимание на существенное отличие между начальными условиями формирования холдингов в России и в странах Азиатского блока. Отличие заключалось в том, что и Япония, и Южная Корея на старте принятия программ проведения промышленной политики не имели развитого объекта реформирования — промышленности и обслуживающей ее инфраструктуры, как это было в случае с Россией. Если в этих двух странах потребность в создании новых бизнес-структур была вызвана политическими катаклизмами, которые привели к разрушению старой экономики, то в России порядок событий был обратным. Исходной предпосылкой к переменам явилась неспособность прежнего государственного аппарата осуществлять эффективное управление сложившейся экономической системой. Кризис управления вылился в итоге в серьезный политический вопрос, который был решен путем преобразования социально-экономической системы без потери существующих промышленных мощностей. Поэтому и последовательность этапов в России отличалась от той, которая была реализована в большинстве стран догоняющего развития.

---

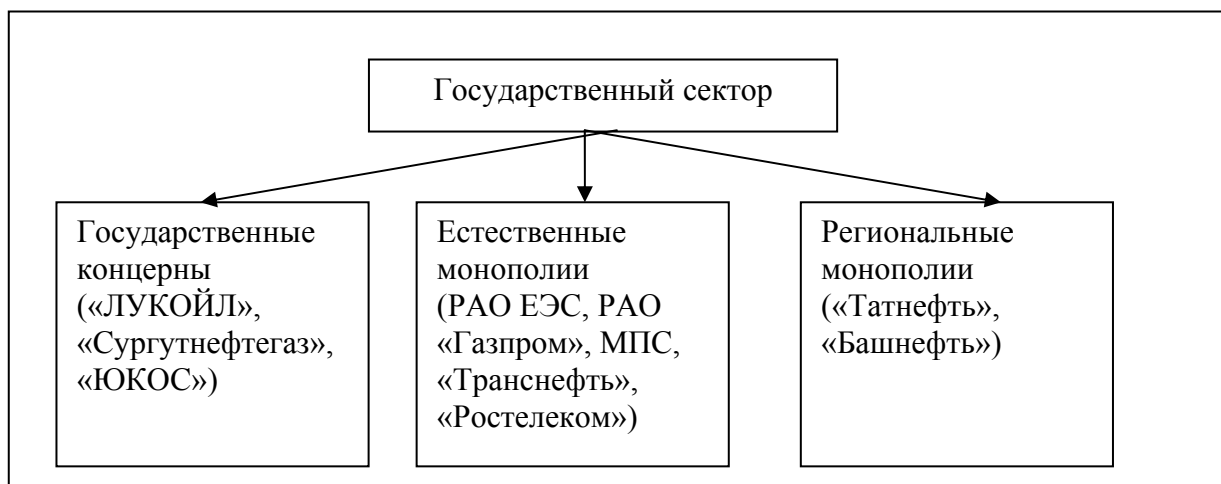
<sup>56</sup> См. например, Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов / Р. Анчак и др.; Под ред. С. Васильева. Московский центр Карнеги. М. : Гендальф, 2003.

Ослунд А. Строительство капитализма: Рыночная трансформация стран бывшего советского блока / Пер. с англ. Н. А. Ранневой, А. Ю. Молоканова; Под ред. И.М. Осадчей. М. : Логос, 2003.

## 2.2.2 Государственная политика приватизации

Начальным этапом формирования крупных экономических агентов в России следует считать 1991–1992 гг. В это время на уровне правительства принимались решения о необходимости реформирования министерств и ведомств бывшего СССР в новые структуры рыночного типа, которые были бы по-прежнему подконтрольны государству, но со временем могли обрести независимость.

**Рисунок 2.1. Направления реформирования государственного сектора экономики**



*Источник: Крупный российский бизнес – 2003 (сборник корпоративной статистики). — М. : ИМЭМО РАН, 2003.*

В результате этого процесса были созданы:

- ряд крупнейших государственных концернов, среди которых выделялись предприятия нефтегазового сектора, научно-производственные концерны, предприятия машиностроения и т. д.;
- естественные монополии, необходимость сохранения которых обуславливалась их критической важностью для функционирования всей экономики страны;
- государственные компании, создаваемые на уровне отдельных регионов, которые, по сути, тоже играли роль естественных монополий.

Создание государственных концернов, как уже было отмечено, осуществлялось на основе постановлений правительства и указов президента РФ. В этих документах прописывались структура создаваемой компании, особенности управления ею, состав основных предприятий группы.

Наиболее характерным примером таких компаний следует считать компании нефтяного сектора, в особенности три крупнейшие из них — «ЛУКОЙЛ» (постановление правительства РФ № 18 от 25 ноября 1991 г.), «Сургутнефтегаз» и «ЮКОС»

(постановление правительства РФ № 354 от 15 апреля 1993 г.)<sup>57</sup>. Получившиеся структуры обладали большой степенью самостоятельности, они не подчинялись напрямую создавшим их ведомствам, но располагали значительной свободой в выборе стратегии и тактики поведения на рынке. Состав предприятий холдингов подбирался таким образом, чтобы они заключали в себе полный цикл добычи производства и переработки. Это давало значительные преимущества в условиях рыночной конкуренции, поскольку обеспечивало относительную безопасность концернов от нежелательного поведения конкурентов, которые иначе могли бы, взяв под контроль отдельное звено цепочки поставок или сбыта, оказывать нежелательное воздействие на весь холдинг. Кроме того, наличие базовой структуры вертикально интегрированной компании являлось преимуществом в том отношении, что такая компания не нуждалась в осуществлении лишних расходов на создание подходящей ей структуры. Следовательно, высвобождались дополнительные ресурсы на капитальные вложения, на инвестиции в собственное развитие. Такая компания меньше зависела от негативных условий внешней среды.

В отличие от нефтяной промышленности, где государство создало предпосылки для рыночной конкуренции, в ряде отраслей процесс реформирования шел иным путем. Реформирование железнодорожного транспорта, энергетики и газовой промышленности выразилось, скорее, в номинальной передаче рычагов управления существующими комплексами. Реальная трансформация указанных отраслей была отодвинута на более поздний срок. Этот подход можно было бы классифицировать как горизонтальную интеграцию, однако на самом деле имела место банальная консервация уже сложившихся монополистических структур.

Реально процесс горизонтального развития холдингов пошел с запозданием на один–три года с момента их создания. Выразилось это главным образом в целенаправленной политике государства по расширению границ существующих государственных концернов путем включения в их состав новых предприятий, которые до этого сохраняли независимость, но по каким-либо причинам нуждались в том, чтобы их интегрировали в холдинг. В случае с крупнейшими нефтяными компаниями («ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Сургутнефтегаз») процесс продолжался уже после того, как государство потеряло контроль над этими компаниями.

Таким образом, государство пыталось решить целый комплекс задач, среди которых можно выделить следующие:

---

<sup>57</sup> Крупный российский бизнес – 2003 (сборник корпоративной статистики). М. : ИМЭМО РАН, 2003. С. 139, 224, 323.

1. Укрепление вначале государственных (а затем уже негосударственных) концернов, создание для них производственной базы, которая позволила бы в короткие сроки выйти на новый уровень развития, начать разработку новых месторождений, расширить регион деятельности, освоить новые технологические процессы.
2. Повышение качества управления компаниями, которые включались в холдинг. Передача функции управления не означала передачи прав собственности, однако позволяла компаниям воспользоваться преимуществами интеграции.

Однако процесс горизонтальной интеграции оказался намного менее ярко выраженным, по сравнению с динамикой вертикального развития. В первую очередь потому, что такая интеграция не являлась приоритетной задачей государства. Скорее наоборот, горизонтальная интеграция предприятий могла превратиться в создание монополизированных компаний, которые с трудом налаживали бы контакт друг с другом, и постоянно требовалось бы государственное вмешательство для разрешения возникающих конфликтов. Этого нужно было избежать, и именно в этих целях в стране создавалось антимонопольное законодательство<sup>58</sup>.

Инициатива по созданию горизонтально интегрированных структур исходила также от частных компаний, которые преследовали интересы, связанные с получением выгоды от монопольной власти на рынке. Подобная деятельность наталкивалась на ряд ограничений, связанных, во-первых, с действиями антимонопольных органов, во-вторых, со спецификой организации промышленного производства в России, которая заключалась в отсутствии горизонтальных связей на уровне предприятий. Типичное промышленное предприятие, сохранившееся с советских времен, характеризовалось высокой степенью самодостаточности и большой удаленностью от других аналогичных предприятий. А это негативно сказывалось на возможностях концентрации производства за счет объединения нескольких предприятий в один холдинг.

Тем не менее, как следует из сказанного, в процессе реформирования происходили как процессы вертикальной, так и горизонтальной интеграции. Можно отметить по крайней мере три причины избрания такого подхода.

Во-первых, система электроэнергетических предприятий и единая железнодорожная сеть представляют собой основу функционирования практически любого другого предприятия в экономике, а это означает, что в случае нежелательного поворота в ходе реформ пострадала бы не отдельная отрасль, но сразу весь комплекс добывающей и обрабатывающей промышленности. Таким образом, сохраняя эти отрасли в состоянии

---

<sup>58</sup> Анализ опыта, нормативно-правовой базы создания и функционирования крупных корпораций холдингового типа, разработка принципов реформирования систем управления холдингами. Отчет МАЦ, подготовленный по заказу ГК «Роснефть». 1997.

естественных монополий, государство страховало себя от неудач на других направлениях рыночных реформ.

Во-вторых, различные подходы к реформированию разных отраслей представляли собой, по сути, живой эксперимент, в ходе которого требовалось установить жизнеспособность каждой модели развития.

В-третьих, отказ от дробления критически значимых отраслей экономики позволял государству на время переходного периода сохранить в своих руках рычаги осуществления макроэкономической политики, управлять развитием отдельных отраслей и регулировать общую динамику цен в экономике.

Процесс создания монополий, контролируемых государством, шел не только на национальном уровне, но и на уровне отдельных регионов. Например, в Татарстане и в Башкирии предприятия нефтегазового комплекса были сгруппированы в отдельные монопольные структуры, контролируемые государством<sup>59</sup>. За счет этого власти республики сохраняли возможность управлять этими компаниями и проводить собственную промышленную политику. Кроме того, в финансовом плане этим достигалась определенная независимость от федеральных властей.

Помимо монополий и государственных концернов, можно выделить еще целый ряд компаний, которые создавались для обслуживания новообразованных бизнес-групп. Такие вспомогательные компании создавались как дополнительными постановлениями правительства, так и самими юридическими лицами, которые эти компании были призваны обслуживать. На них возлагались функции развития внешних отношений. Это касалось, как сбыта (создание специализированных структур для работы на определенном рынке, в том числе и зарубежном), так и организации поставок. Наличие промежуточного звена между крупной государственной компанией и ее поставщиком позволяло более тесно выстраивать отношения с контрагентами, давало менеджерам больше свободы маневра для осуществления такого взаимодействия и позволяло добиваться более выгодных условий ведения бизнеса<sup>60</sup>.

В целом, в результате целенаправленной политики государства удалось выстроить систему промышленных предприятий, которые, обладая относительной самостоятельностью, стали основой для будущего роста экономики. Но для того, чтобы этот рост действительно начался, предстоял еще один важный этап — приватизация государственной собственности.

В период 1994–1998 гг. происходит дальнейшая интеграция собственности. Государственный сектор переходит в частные руки в ходе процесса приватизации. Компании,

---

<sup>59</sup> Игра на опережение // Эксперт, 2004. № 8. С. 10.

<sup>60</sup> Дынкин А. А., Соколов А. А. Интегрированные бизнес-группы — прорыв к модернизации страны. М. : Центр исследований и статистики науки, 2001. С. 28.

успевшие создать первоначальный капитал на высокорентабельных экспортно-импортных операциях, а также возникшие к этому моменту крупные коммерческие банки активно включаются в процесс скупки продаваемых государством активов.

Решение о приватизации государственной собственности, принятое в августе 1994 г., явилось поворотным моментом в самостоятельном развитии крупных предприятий российской экономики. Это решение можно считать одним из самых важных в процессе реформирования и, надо отметить, до сих пор не дано однозначной оценки всем его последствиям<sup>61</sup>. Вот как говорит об особенностях приватизации один из авторов проекта — Е. Гайдар:

- «отказ от индивидуального подхода к приватизации предприятий, попыток реорганизовать их до изменения структуры собственности;
- ограничить зависимость процесса от индивидуальных решений аппарата управления;
- упор на создание приватизационных коалиций... (трудовые коллективы, руководители предприятий, региональные органы власти и т. д.)...
- отказ от попыток в массовых масштабах совместить приватизацию и рекапитализацию предприятий, сразу сформировав эффективную структуру собственности;
- параллельное закрепление прав всех граждан России на приватизируемое имущество и создание дополнительного спроса на него»<sup>62</sup>.

Реализация «быстрой» приватизации по ваучерной схеме была своего рода компромиссом. С одной стороны, в отличие от традиционной приватизации, где реализация собственности происходит за деньги, но возникает проблема поиска «настоящего хозяина» для продаваемого имущества, приватизация с помощью ваучеров позволяет сразу решить эту проблему, причем решить достаточно быстро, чтобы процесс вошел в стадию необратимого развития (в сущности, последнее было одним из необходимых условий, которое осознавалось как лицами, ответственными за проведение реформ, так и западными экономистами, которые согласились взять на себя часть финансового бремени от выбранной схемы приватизации). Но с другой стороны, можно выделить и ряд существенных недостатков. Причем сущность этих недостатков проявляется в краткосрочном и среднесрочном периодах (1–10 лет), когда основной этап реализации имущества уже пройден, но встает вопрос об ответственности новых собственников этого имущества за управление им.

Вот как классифицирует эти недостатки Л. Григорьев<sup>63</sup>:

---

<sup>61</sup> Stiglitz J. E. Who Lost Russia? / Stiglitz J.E. Globalization and Its Discontents. New York : W.W. Norton, 2002. P. 133–165, 258–261.

<sup>62</sup> Гайдар Е. Т. Государство и эволюция. М. : Евразия, 1995. С. 157–158.

<sup>63</sup> Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов / Анчак Р. и др.; Под ред. С. Васильева; Московский центр Карнеги.. М. : Гендальф, 2003. С. 358.

- «потеря остро необходимых бюджетных доходов для текущей стабилизации;
- исключение стратегических инвесторов, поскольку собственность должна идти гражданам за их предшествующий труд при плановом хозяйстве;
- низкая организация институциональных инвесторов (иностранцев) и открытие неограниченных возможностей не столько гражданам, сколько теневым или просто спекулятивным силам по приобретению контроля над активами, что способствовало рендоориентированному поведению».

Именно второй и третий аспекты проведенной приватизации оказали наиболее значимое воздействие на дальнейший процесс формирования крупного бизнеса в российской экономике.

Отсутствие возможности (а также желания) у иностранных инвесторов приобретать крупные активы в России создало для отечественных компаний в течение первых лет их развития более комфортную среду для формирования опыта и начального капитала. С другой стороны, это создавало определенный риск, что в некоторых отраслях этот период может затянуться, что приведет к формированию групп интересов, которые будут стремиться всеми силами не допустить появления в России иностранных конкурентов.

### **2.2.3 Частный бизнес: обретение самостоятельности**

Что касается появления неограниченных возможностей по скупке за бесценок бывшей государственной собственности для лиц, обладающих (даже небольшим) начальным капиталом, то, в сущности, это предопределило весь последующий ход формирования крупных холдингов. Приватизированные предприятия, бывшие государственные концерны, новые коммерческие банки активно включились в процесс выстраивания своих производственных цепочек. Стоит отметить, что на данном этапе совсем немногие компании придерживались четкой стратегии развития своей структуры. Часто приобретение новых активов производилось с одной единственной целью: продать их по более высокой цене впоследствии. Однако был и другой вид стратегии, который заключался в постепенном выстраивании вертикально интегрированной структуры, в которую включались обслуживающие предприятия, предприятия-поставщики, предприятия-смежники, а также покупатели основной продукции. Наиболее ярко такой подход проявил себя в металлургии, где государство до этого не проводило политики по целенаправленному выстраиванию вертикально интегрированных холдингов. Между тем для нормального функционирования в условиях агрессивной среды металлургические предприятия были вынуждены брать под свой контроль поставщиков сырья (руды, глинозема). Позже для нужд гарантированного сбыта своей продукции и стабильного денежного потока вертикальная интеграция потребует включения в состав холдингов еще и сбытовых предприятий (в том числе и за рубежом).

Каждый шаг по приобретению нового актива обуславливался внутренней выгодой, получаемой от интегрирования актива в состав холдинга. Основными мотивами этого действия были задача избежать пагубного воздействия внешней среды, снижение издержек управления и страхования рисков. В условиях разрушенных хозяйственных связей в экономике интеграция позволяла:

- Снизить затраты на восстановление хозяйственных связей.
- Наладить эффективный менеджмент на вновь приобретаемых активах и избавиться от прежних руководителей, которые стремились получать ренту от своего монопольного положения.
- Интегрировать систему исполнения контрактов из области государственного законодательного регулирования в сферу внутреннего контроля. Сразу снижались судебные издержки, риски невыполнения обязательств и сокращалась доля натуральных расчетов, которые негативно сказывались на эффективности работы каждого из предприятий (и поставщика, и покупателя).
- Снизить налоговую нагрузку за счет применения внутреннего ценообразования. Этот фактор становился довольно существенным в условиях возрастающего налогового бремени в стране. Однако, как утверждают некоторые исследователи, в частности Е. Балацкий, реализация такого подхода к экономии на налоговых платежах сопряжена с рядом недостатков. Во-первых, размер группы имеет пределы своего увеличения, после которого резко возрастают управленческие издержки<sup>64</sup>, а во-вторых, суммарный выигрыш для экономики страны в результате возникающей экономии носит отрицательный характер<sup>65</sup>.

Результатом интеграции являлась группа компаний, в которой условно можно было выделить ядро (самую важную и, как правило, исходную составляющую) и периферию, которая создавалась постепенно, по мере развития и расширения всей группы.

Ядро выполняет особые функции, такие как координация, управление структурными элементами фирмы, стратегическое планирование, политическое лоббирование, обеспечение безопасности бизнеса в целом. Ядро холдинга определяет направления развития видов бизнеса: их количество и сферы деятельности. В процессе формирования холдингов вокруг ядра происходило создание функционального окружения, которое несло на себе нагрузку по снижению издержек, связанных со слабой эффективностью институциональной среды.

В России, подобно тому, как и в экономиках других стран, в качестве ядра выступали три вида организаций:

- промышленное предприятие;
- коммерческий банк;
- торговый дом.

---

<sup>64</sup> Валитова Л., Задирако Н. и др. Концентрация производства: условия факторы политика. М. : ТЕИС, 2001. С. 120.

<sup>65</sup> Балацкий Е. Фискальные эффекты в вертикально интегрированных хозяйственных структурах // МЭиМО, 2004. № 2. С. 31–41.

Интеграция вокруг **промышленного предприятия**, как правило, напрямую была связана с обеспечением его экономической безопасности. В рамках этой интеграции производство товарной продукции дополняется предприятиями, производящими комплектующие изделия для производства, а также предприятиями-потребителями, которые должны обеспечить надежный сбыт производимой продукции и бесперебойный поток денежных средств.

Кроме того, такой тип интеграции призван обеспечить безопасность от конкурентов, которые, если бы им удалось завладеть звеном единой технологической цепочки холдинга, могли бы оказывать на него экономическое давление, навязывать ему невыгодную ценовую политику, вводить квоты на поставки или же просто требовать продажи акций другой компании. В российской практике ведения бизнеса такие случаи происходили очень часто. В качестве примера можно привести затяжной конфликт ОАО «Акрон», крупнейшего в России производителя минеральных удобрений, и его основного поставщика фосфорных удобрений, ОАО «Апатит». Последний входит в группу «Менатеп» и длительное время оказывал ценовое воздействие на руководство «Акрона» с целью вынудить его продать свои акции.

Механизмы осуществления подобной интеграции часто обусловлены отсутствием четкого законодательства или присутствием в этом законодательстве так называемых «дыр». Длительное время приобретение нужных предприятий осуществлялась с помощью несовершенного законодательства о банкротстве, а также закона об акционерных обществах. Предприятие-агрессор, будучи кредитором, могло влиять на процесс назначения временного управляющего, что давало ему практически неограниченные рычаги взятия контроля над предприятием-жертвой. Широкое распространение получили махинации с «двойным реестром», а также ситуация, когда на захватываемом предприятии разные собрания акционеров назначали разных директоров. В конечном итоге «ненужный» директор оказывался за дверью своего кабинета, и контроль над предприятием переходил в руки нового владельца.

Применение нелегальных и полуполюгальных схем перехвата управления стало настолько распространенным явлением, что в сентябре 2001 г. «Новая газета» со слов председателя ФИФО Татьяны Трефиловой писала: «Примерно тридцать процентов всех банкротств в России приходится на заказные банкротства... Примерно треть кредиторов была заинтересована не в получении денег, а в смене собственника»<sup>66</sup>.

Конечно, помимо вышеперечисленных способов, применялись и вполне легальные методы — скупка акций на фондовой бирже или у представителей трудовых коллективов.

---

<sup>66</sup> Новая газета, 28.09.2001.

**Коммерческие банки** тоже занимались созданием холдинговых компаний. Наиболее широко этот процесс шел, когда государство проводило залоговые аукционы. Для банков это был хороший способ вложения накопленного капитала, и они активно использовали полученную возможность для того, чтобы войти в состав владельцев новых предприятий. Таким образом, они получали возможность управлять инвестиционными проектами своих клиентов, направлять движение финансовых потоков через счета в своих подразделениях. В силу заинтересованности в нормальном функционировании подконтрольных предприятий на банки ложились также функции чисто управленческого характера. В сферу их ответственности теперь входила разработка стратегии развития для всего холдинга, выстраивание интегрированных цепочек поставщик–производитель–покупатель. Основные функции банка (кредитование, управление счетами клиентов, проведение расчетов) при этом отходили на второй план, что в конечном итоге, сказывалось на их качестве. Снижение уровня специализации приводило к повышению рисков выполняемых операций, а также к оппортунистическому поведению менеджеров, которые часто пользовались своим положением, чтобы употребить временно свободные средства для осуществления краткосрочных высокодоходных, но в то же время высокорискованных операций (в том числе, на рынке ценных бумаг и товаров со сроком поставки в будущем периоде — фьючерсов).

Эта, а также ряд других причин оказались достаточно серьезными факторами, чтобы после кризиса 1998 г. роль банков в структуре собственности крупнейших российских холдингов заметно понизилась.

Еще одна разновидность центрального элемента бизнес-групп, которая получила наибольшее распространение на начальных этапах реформирования экономики, — **торговые дома**. Под «торговым домом» здесь понимается юридическое лицо, которое специализируется на посреднических операциях и главной своей задачей видит поиск покупателя на продукцию сразу нескольких поставщиков. В силу специфики своей деятельности такая организация обладает большим объемом информации о рынке конкретной продукции, она имеет множество связей внутри страны, за рубежом, а также обладает возможностями лоббирования своих интересов в административном аппарате государства (обычно необходимое условие ведения внешнеторговой деятельности называется «административным ресурсом»). Эти, а также другие особенности торговых домов обеспечили им определенные преимущества именно на начальной стадии трансформации государственного сектора экономики. Торговый дом предлагал обретшим независимость предприятиям свои услуги по налаживанию связей с поставщиками и покупателями, помогал организовать экспорт продукции. Также на него ложилась часть

управленческих функций по определению структуры выпуска — задача, которая до этого решалась в рамках соответствующего министерства.

Однако такая стратегия могла иметь лишь временный успех. Получив нужный опыт работы в рыночной экономике, менеджеры предприятий-производителей стремились избавиться от излишнего контроля со стороны посредников. Это стало причиной кризиса и развала многих групп, среди которых были мощная когда-то группа «Транс Ворлд Групп» (Trans World Group), «Миком», а также самые первые группы «Олби» и «Микродин».

#### **2.2.4 Восстановление экономики и интеграционные процессы после кризиса 1998 г.**

С кризисом 1998 г. связан очередной переломный момент в процессе эволюции российских холдингов. Девальвация национальной валюты крайне негативно сказалась на любых юридических лицах, имевших крупные активы в рублях или номинированных в рублевых ценных бумагах. В первую очередь пострадали банки, которые лишились большого набора инструментов по управлению подконтрольными активами. За два послекризисных года число действующих кредитных организаций сократилось на 267. На 60% обновился состав группы десяти крупнейших банков<sup>67</sup>. С другой стороны, существенно улучшилось положение компаний, которые занимались вывозом своей продукции за границу. Подобное смещение акцентов в размещении экономического потенциала неизбежно должно было сказаться на выборе стратегии развития крупных отечественных холдингов. Холдинги, которым до этого не удалось выстроить внутреннюю технологическую цепочку, теперь получили возможность докупить недостающие звенья, повысить эффективность производства, усовершенствовать сбыт, взять под контроль поставщиков ресурсов. Холдинги, которые к этому моменту с подобными задачами уже справились, смогли выйти за рамки сложившихся границ и попробовать свои силы в других отраслях экономики. По определению, развитие, ориентированное на приобретение активов в новых отраслях, называется конгломератной диверсификацией (интеграцией). Поэтому можно сказать, что для третьего этапа интеграции характерна именно конгломератная интеграция.

Характерно также, что сформировавшиеся в этот период холдинги активно осваивали не только смежные «специальности», но и доступный рынок политических услуг. Именно на это время пришелся расцвет прецедентов «захвата государства» (state capture), превратившихся в отдельных регионах в симбиоз властных структур с

---

<sup>67</sup> Кризис 1998 года и восстановление банковской системы / Сычева Л., Михайлов Л. и др.; Под ред. Дмитриева М. и Васильева С. Московский Центр Карнеги. М. : Гендальф, 2001. С. 160.

представителями бизнес-структур<sup>68</sup>. При этом возникали очевидные диспропорции в распределении государственных благ между представителями разных корпораций. Однозначно прослеживалась зависимость между наличием связей в аппарате управления и эффективностью деятельности бизнеса<sup>69</sup>. В то же время компании, не сумевшие добиться расположения органов власти, проигрывали в конкурентной борьбе.

### **Пример конгломератной интеграции: машиностроение**

Одним из наиболее ярких примеров этого типа интеграции стала развернувшаяся в конце 1990-х — начале 2000-х гг. экспансия крупнейших частных интегрированных бизнес-групп в машиностроение. Наибольший интерес к этой отрасли проявляли группы «Базовый элемент», «ИНТЕРРОС», «Северсталь-групп» и «МДМ»<sup>70</sup>. Именно для них был характерен быстрый рост доли продукции, реализованной в машиностроении (см. рис. 2.2 и 2.3), причем начался этот рост в тот момент, когда вся российская экономика находилась в глубоком кризисе — в 1998 г. Начиная с этого года каждая из групп вела активную политику по скупке активов обрабатывающей промышленности, в результате чего практически каждые два года суммарная выручка, полученная от этих активов, удваивалась. Общей чертой этих групп стало наличие в их составе крупных предприятий, работающих в металлургической отрасли. В холдинге «Базовый элемент» до 35% выручки создавались предприятиями алюминиевой отрасли, входящих в группу «Русский алюминий». В составе «Северстали» доля собственно металлургического производства, по данным на 2002 г., составляла около 60%. «ГМК Норильский никель», подконтрольный группе «ИНТЕРРОС», обеспечивал ей на тот момент до 85% денежных поступлений.

Быстрее всего рост объемов продукции машиностроения отмечался у группы «Базовый элемент». Проникновение в новую отрасль началось в 1999 г. с покупки авиационных предприятий ОАО «Авиакор» и ОАО «Гидроавтоматика». С тех пор, правда, «БазЭл» авиастроением не интересовался, но уже с лета 2000 г. компания принялась активно внедряться в автомобилестроение. В течение 2000–2001 гг. был создан новый холдинг «Руспромавто», в котором сконцентрировались производства автобусов, грузовиков, автомобилей, двигателей. Появился интерес к производству специальной техники — экскаваторов, строительно-дорожных машин. Специализация на автомобилестроении с его большими потребностями в металле — базовом продукте холдинга, привела к потере интереса к другим отраслям машиностроения. И уже в конце 2002 г. группа стала продавать свои авиационные мощности.

---

<sup>68</sup> Yakovlev E., Zhuravskaya E. State Capture and Controlling Owners of Firms. Moscow : CEFIR, June 2004.

<sup>69</sup> Slinko I., Yakovlev E., Zhuravskaya E. Laws for Sale: Evidence from Russia. M. : CEFIR, August 2004.

<sup>70</sup> Крупный российский бизнес – 2003 (сборник корпоративной статистики). М.: ИМЭМО РАН, 2003. С. 81, 110, 203, 270.

Группа «ИНТЕРРОС»<sup>71</sup>, представленная «ОНЭКСИМбанком» начала инвестировать в судостроение еще в 1997 г., когда в ее собственности оказались контрольные пакеты двух крупных предприятий, занимавшихся созданием военных кораблей, — «Балтийского завода» и «Северной верфи». А с 1998 г. Группа «ИНТЕРРОС» активно занималась внедрением в отрасль энергетического машиностроения — были сформированы крупные холдинги тяжелого машиностроения: ОАО «Пермские моторы» и концерн «Силовые машины».

Для «Северсталь-групп»<sup>72</sup> интерес к машиностроению проявлялся в наиболее многоаспектном виде. Во-первых, изначально в составе головного предприятия группы — ОАО «Северсталь» находились цеха по производству металлургического оборудования и другой техники, необходимой для работы комбината. Во-вторых, наличие в группе сильного оператора-перевозчика, предоставляющего своим клиентам полный комплекс транспортно-экспедиторских услуг, обусловило растущую потребность в передвижном составе. Покупая предприятия, занимающиеся производством вагонов, головная структура выигрывала, так как получала резервные мощности по производству железнодорожной техники и одновременно обеспечивала себе сбыт металлургической продукции. Покупка автомобильных предприятий была менее обоснованной с практической точки зрения — ведь они занимают лишь небольшой процент в структуре поставок металлургического холдинга (для справки: в 2002 г. — 0,8%)<sup>73</sup>. Тем не менее, благодаря финансовому содействию группы в 2001 и 2002 гг., Ульяновскому автомобильному заводу удалось наладить производство новых моделей и восполнить недостаток оборотных активов. Впоследствии «Северсталь» выделила автомобильный бизнес в самостоятельную компанию «Соллерс», которая, помимо производства отечественных марок, приступила к сборке зарубежных — на основе импортируемых машинокомплектов. Это в еще большей степени уменьшило зависимость данного направления бизнеса от металлургического дивизиона.

В меньшей степени привлекали предприятия машиностроения такие компании, как «Альфа-групп / АКССС – РЕНОВА»<sup>74</sup>. Эта группа практически не покупала активов в машиностроении, хотя общий портфель группы очень сильно диверсифицирован. Руководители этого холдинга склонялись к мнению, что отдельно взятое подразделение, занимающееся производством техники и других сложных изделий, не будет приносить прибыль. Действительно, проводимая группой политика по скупке активов с целью

---

<sup>71</sup> Там же, С. 110.

<sup>72</sup> Там же, с. 270.

<sup>73</sup> Пресс-релизы компании «Северсталь». URL: <http://www.severstal.ru>.

<sup>74</sup> Англ. название: «Альфа-групп / ACCESS – РЕНОВА». Крупный российский бизнес — 2003 (сборник корпоративной статистики). М. : ИМЭМО РАН, 2003. С. 41.

последующей перепродажи мало пригодна в ситуации, когда предприятие нуждается в больших объемах инвестиций и развитии инфраструктуры поставщиков. То же можно сказать и о столичной группе «АФК Система»<sup>75</sup>, которая в значительной степени сконцентрировалась на разработке высокотехнологичной продукции. В ее структуре изначально доминировали компании телекоммуникационного сектора и связи, группа научно-исследовательских институтов и предприятия электронной промышленности. Исключение здесь составляет ОАО «Камов», вошедшее в состав группы в 2002 г. Причина возникновения интереса группы к холдингу, в который входят до 300 научных организаций, заводов и смежных предприятий, связана с наличием высокого спроса на продукцию производителей военной техники и в, особенности, вертолетов.

В наименьшей степени конгломератная интеграция в машиностроение захватила крупные холдинги, в основе которых лежит нефтяной бизнес, — «Сургутнефтегаз» и «ЮКОС-Менатеп». Эти компании в наименьшей степени интересовались машиностроением. В их состав так и не вошло практически ни одной компании, принадлежащей к этой отрасли, что позволяет сделать вывод о том, что нефтяные компании в большинстве своем зависят от внешних поставщиков оборудования, в том числе и импортного. Исключение здесь составляет группа «ЛУКОЙЛ». В ее составе несколько предприятий, специализирующихся на производстве нефтегазового оборудования, специализированного транспорта, на строительстве и обустройстве новых автозаправочных станций. Следует отметить тот факт, что реально интерес группы к обеспечению потребностей в технике за счет собственных ресурсов возник в тот же период, что и у других компаний, — в 1998–1999 гг.

Кроме машиностроения проводилась экспансия в другие отрасли с повышенной добавленной стоимостью, такие как транспорт, телекоммуникации, сектор финансовых услуг, страхование. Однако, говоря о покупке компаний в других отраслях, нельзя не отметить, что наибольший размах получила вертикальная интеграция с поставщиками сырья, которая вывела лидеров отрасли на уровень самообеспеченности по ключевым позициям закупок.

### **Пример вертикальной интеграции: черная металлургия**

Российская черная металлургия в современных условиях представляет собой совокупность вертикально интегрированных игроков, каждый из которых включает в свою структуру активы как минимум из двух подотраслей. Как правило, это — сырьевой (ресурсный) и сталелитейный сектора. Однако в составе холдингов могут существовать

---

<sup>75</sup> Крупный российский бизнес — 2003 (сборник корпоративной статистики). М. : ИМЭМО РАН, 2003. С. 293.

также активы, представляющие собой потребителей металлургической продукции, а кроме того, сами металлургические дивизионы могут быть частями более крупных образований, включающих также финансовые структуры и предприятия из других отраслей промышленности.

Холдинговая структура в черной металлургии — преобладающий тип ведения бизнеса<sup>76</sup>. В настоящее время здесь четко выделяются 13 самостоятельных холдингов, а также две подчиненные группы — «Профит» и «Макси-групп». Все прочие предприятия чермета, даже если они представляют интересы той или иной структуры, не встроены в вертикальные цепочки металлургических переделов и, следовательно, не получают синергетического эффекта от внутриотраслевого взаимодействия.

Структура холдинга, в который включено то или иное предприятие отрасли, а также наличие связей с предприятиями других холдингов важны с точки зрения влияния на эффективность его функционирования. Кроме того, за счет применения трансфертного ценообразования в рамках группы, доходы могут распределяться между предприятиями неравномерно, что неизменно оказывает воздействие на прибыль, а следовательно, на доход акционеров.

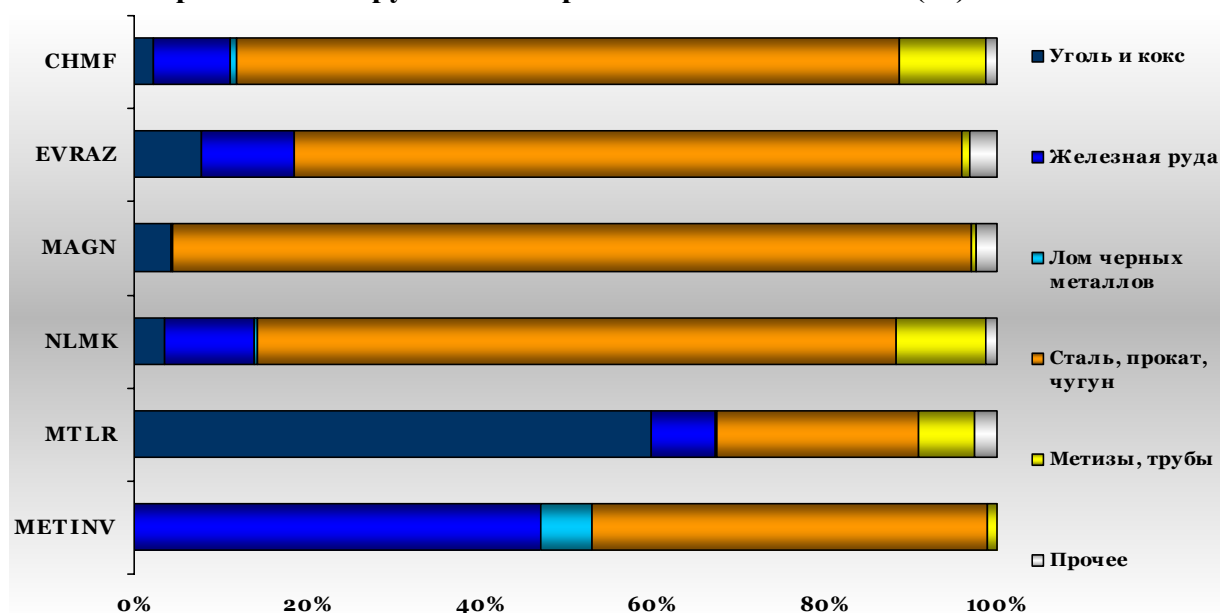
Отсутствие у большинства представителей отрасли отчетности, которая соответствовала бы международным стандартам бухгалтерского учета, делает анализ деятельности предприятий заведомо зависимым от оговорок относительно его точности и ограниченности. Только девять из примерно 260 игроков рынка предоставляют инвесторам отчетность по МСФО. Из них в 8 случаях — это консолидированные результаты холдингов, которые иногда дают картину деятельности групп в отраслевом разрезе, но она необязательно применима к отдельным компаниям холдинга, акции которых также могут котироваться на биржах.

Представителей черной металлургии можно условно разделить на четыре основных класса, характеризующихся разной степенью интегрированности (для обозначения каждого холдинга использованы краткие наименования в скобках).

---

<sup>76</sup> Аналитический обзор ООО «Совлинк»: Сталелитейные холдинги: развитие через кризис, 26 декабря 2008. URL: [http://www.sovlink.ru/files/081226\\_SOVL\\_STEEL\\_rus.pdf](http://www.sovlink.ru/files/081226_SOVL_STEEL_rus.pdf).

**Рисунок 2.2. Распределение выручки по подразделениям холдингов (%) в 2008 г.**



*Источник: Аналитический обзор ООО «Совлинк»: Сталелитейные холдинги: развитие через кризис, 26 декабря 2008. URL: [http://www.sovlink.ru/files/081226\\_SOVL\\_STEEL\\_rus.pdf](http://www.sovlink.ru/files/081226_SOVL_STEEL_rus.pdf) (дата обращения: 01.09.2009).*

К первому классу относятся прежде всего крупнейшие компании отрасли: «Северсталь» (CHMF), «Евраз-холдинг» (EVRAZ), «ММК» (MAGN), «НЛМК» (NLMK). В структуре доходов этих групп доминирует производство стали и металлопроката. Названные компании в значительной мере сами обеспечивают себя поставками сырья для производства стали. Исключением до недавних пор являлись предприятия «ММК», у которых основные закупки железной руды приходились на производителей в Казахстане. Однако в ближайшие годы ситуация изменится, в связи с началом разработки компанией месторождения Курской магнитной аномалии.

Ко второму классу можно отнести «Мечел» (MTLR), «Металлоинвест» (METINV), УГМК (GMKK) и «Группу Кокс» (KOKS), которые также имеют собственные металлургические дивизионы, однако отличаются от первой группы тем, что их роль в деятельности холдинга не первостепенна. «Металлоинвест» владеет крупнейшими перерабатывающими комбинатами по производству железорудного концентрата, снабжая им большинство сталелитейных производств Европейской части России. Значительная доля продукции при этом поставляется на экспорт. В случае «УГМК» основные активы относятся к цветной металлургии, тогда как стальное подразделение представлено одним единственным предприятием. «Мечел» также можно отнести к этому классу, поскольку значительная часть выручки холдинга приходится на добычу угля и железной руды.

Ключевые холдинги трубной промышленности — «ОМК» (OMKO), «ТМК» (TRMK) и «группа ЧТПЗ» (CHPEGR) — отличаются достаточно узкой специализацией в своем

сегменте. Делая ставку на закупку стали у сторонних поставщиков, они практически полностью лишены собственного сырьевого обеспечения и имеют в своем составе сравнительно небольшие мощности по заготовке лома.

К четвертому классу холдингов следует отнести такие структуры, как «Максигрупп» (MAXIG), «МАИР» (MAIR), «Эстар» (ESTAR) и «Профит» (PROFIT). В силу того, что в их составе (за исключением группы «Эстар»–«Русский уголь») отсутствуют подразделения по добыче сырья, ставка была сделана на переработку лома черных металлов. Соответственно, существенную роль в доходах названных групп играют подразделения по сбору металлолома. В случае группы «Профит» заготовка лома является доминирующей целью, поскольку его продукция напрямую поступает на производство ключевого потребителя — Магнитогорского металлургического комбината.

Особняком стоят предприятия по производству ферросплавов и огнеупоров, которые являются важным сырьем для металлургической отрасли. Однако цифры свидетельствуют о том, что пока основной объем реализации в этом бизнесе приходится на независимых поставщиков, не входящих в крупнейшие металлургические концерны.

Таким образом, в настоящее время в отрасли присутствуют 15 крупных интегрированных холдингов, причем масштабы интеграции в большинстве случаев прямо пропорциональны размерам группы. В составе таких групп, помимо предприятий, специализирующихся непосредственно на выплавке стали, присутствуют другие элементы производственной цепочки, занимающиеся производством металлопроката, предприятия угольной и коксохимической промышленности, железорудные активы, заготовители лома, производители труб и метизов, а также ферросплавов и огнеупоров.

Эффективность деятельности холдингов не поддается однозначной оценке, хотя в терминах общей рентабельности ведущие российские металлургические компании находятся в выигрышном положении, в сравнении с зарубежными аналогами, благодаря низким издержкам. При этом вертикальная интеграция, которая не обязательно ведет к экономии на издержках производства, зачастую имеет принципиальное значение с точки зрения обеспечения экономической безопасности бизнеса. Именно этот аргумент лежит в основе идеи построения большинства подобных структур, сложившихся сегодня в России.

**Таблица 2.1. Распределение доходов по подразделениям металлургических холдингов в 2007 г., млн долл. США**

	Уголь и кокс	Железная руда	Лом черных металлов	Сталь, прокат, чугуны	Метизы	Трубы	Ферросплавы	Огнеупоры	Прочее	Всего по предприятиям
CHMF	1 046	1 153	214	8 738	1 151				477	12 779
EVRAZ	1 580	1 738		8 335	2 012	68		59	107	13 899
MAGN	174	32	22	8 099	600			139	296	9 362
NLMK	735	983		7 195					46	8 959
METINV		4 575	772	3 834	140				0	9 322
MTLR	1 498	368	39	3 879	204					5 989
KOKS	850	130		948	65				180	2 172
ОМКО	41		79	24	443	3 384				3 972
TRMK						4 409			17	4 426
СНЕРГР			64			3 242			433	3 739
GMKK	1 404	50		447	226					2 128
MAXIG			286	1 275	242					1 803
PGMAIR			268	119		16				403
ESTAR	332		466	956	549	251				2 554
PROFIT			316		26				42	384
Прочие	146	390		2 642	465	1 134	1 362	917		7 055
<b>Итого</b>	<b>7 808</b>	<b>9 419</b>	<b>2 526</b>	<b>46 490</b>	<b>6 123</b>	<b>12 504</b>	<b>1 362</b>	<b>1 116</b>	<b>1 599</b>	<b>88 946</b>

*Примечание:*

- Поскольку во многих случаях сталелитейное производство и изготовление метизов совмещены в рамках одного предприятия, мы относили такие предприятия к той или иной подотрасли (в зависимости от сегмента, в котором образуется наибольший доход предприятия).
- Суммируя данные по предприятиям, мы учитывали срок присутствия того или иного актива в составе холдинга.

*Источник: Аналитический обзор ООО «Совлинк»: Черная металлургия: второй эшелон, 4 апреля 2008. URL: [http://www.sovlink.ru/files/080404\\_SOVL\\_STEEL\\_rus.pdf](http://www.sovlink.ru/files/080404_SOVL_STEEL_rus.pdf).*

Основными задачами, которые решались с помощью диверсификации были:

1. *Гармоничное встраивание в холдинг новых компаний*, которые могли повысить функциональность остальных участников этого холдинга. Кроме того, приобретаемые компании выступали самостоятельным центром прибыли, поскольку их услугами пользовались не только члены группы, но и сторонние компании. В некоторых случаях процесс шел через выделение из состава основного предприятия холдинга подразделения (цеха), которое изначально было призвано удовлетворять потребности основного производства. Однако со временем эти подразделения увеличивали мощности и открывали для себя внешний рынок за пределами группы.
2. *Диверсификация* — процесс, который позволяет значительно снизить риски ведения хозяйственной деятельности. Причем здесь имеют значение и экономические, и политические риски. С одной стороны, приобретение новых предприятий позволяет сгладить ежегодные колебания выручки, которые неизбежно присутствуют при

работе каждого предприятия. С другой стороны, диверсификация позволяет оградить себя от рисков, выраженных в неравномерном развитии политико-инвестиционного климата внутри страны. В этих условиях компания, которая ведет свой бизнес сразу в нескольких регионах, может позволить себе в определенной степени выбирать между наиболее удобными регионами и этим, в частности, оказывать воздействие на аппарат региональных властей. Кроме того, можно утверждать, что межрегиональные коммерческие структуры препятствуют развитию дезинтеграционных процессов в стране и ограничивают сепаратистские настроения регионов, так как являют собой группу интересов, не заинтересованную в дезинтеграции.

3. Конгломератная диверсификация имеет место также в том случае, когда холдинг придерживается стратегии приобретения новых предприятий с целью их перепродажи по более высокой цене. Такая стратегия наиболее характерна для групп, в центре которых стоит финансовое учреждение – банк (в первую очередь — это группы «Альфа-групп / «АКСЕСС - РЕНОВА» и «АФК Система»). Повышение цены актива достигается за счет смены менеджерского состава, переориентации производства в рамках существующих возможностей на выпуск более прибыльной продукции, внедрения и стандартизации систем качества на предприятиях по системе международной организации по стандартизации (ИСО), принятия программ по снижению издержек в технологическом процессе. После этого акции такого предприятия выводились на фондовую биржу, а средства, вложенные в него, — возвращались. Однако поводом для подобных инвестиций может служить и необходимость использования временно свободных денежных или материальных ресурсов, которые не могут принести существенной выгоды в случае их вложения в основное производство.

### **2.2.5 Государство и бизнес: конфликт интересов**

До 2002 г. государство либо содействовало, либо закрывало глаза на многие легальные и полуполюгальные операции, проводимые ведущими игроками рынка в своих интересах. Однако в середине 2000-х гг. отношение власти к крупному бизнесу в России ощутимо изменилось. Ряд авторитетных организаций (включая Всемирный банк<sup>77</sup> и «Совет по национальной стратегии») выступили с докладами о негативном воздействии интегрированных бизнес-групп на экономику и политику. К выводу о неэффективном

---

<sup>77</sup> From Transition To Development. A Country Economic Memorandum for the Russian Federation. World Bank, 2004.

использовании получаемой ренты со стороны владельцев частных компаний содержался также в работе исследователей EERC<sup>78</sup>. На этой волне очень быстро развились идеи, что частные компании должны компенсировать обществу расходы государства на социальную сферу. Возникла концепция социальной ответственности бизнеса.

2003 г. ознаменовал начало нового этапа развития крупного российского бизнеса. Этот этап еще далек от завершения, но уже можно выделить главную его черту — конфликт интересов крупного бизнеса и государства. Первым шагом в наступлении власти на позиции частного сектора стало возбуждение исков в отношении одного из крупнейших нефтегазодобывающих холдингов страны — ОАО «НК «ЮКОС». Были арестованы менеджеры компании, наложен арест на активы и предъявлены множественные претензии в неуплате налоговых платежей. Дело «ЮКОСа» оказалось сопряжено со множеством скандалов, встречных исков, возмущением со стороны акционеров, прессы, представителей западного сообщества и бизнеса. И все-таки это дело было доведено до логического конца: передачи главного актива группы — компании ОАО «Юганскнефтегаз» — в государственную собственность. Этот факт, шедший вразрез с логикой всей предыдущей истории развития бизнеса в России и противоречащий всему тому, в чем пытался заверить общество президент страны, стал свидетельством нового курса, выбранного властью в отношении частного сектора. Курса, который часто связывают с «национализацией» или «государственным капитализмом».

Существует немало примеров уже свершившейся национализации. К ним можно причислить поглощение Внешторгбанком Гута-банка под предлогом восстановления платежеспособности последнего. Однако вместе с Гута-банком в собственность ВТБ перешла не только приостановившая платежи финансовая организация, но и принадлежащие ей промышленные активы (для этой цели был получен кредит от Центробанка размером 700 млн долл.). На тот момент Гута-банк выполнял роль системообразующей организации для кондитерских предприятий холдинга «Объединенные кондитеры» и машиностроительных активов «Пермских моторов» (купленных «Госинкором» в 2003 г. у группы «ИНТЕРРОС»). Стоит отметить, что клиентом Пермского моторного завода является «Газпром», и проекты по вхождению газового монополиста в состав акционеров этой группы обсуждались и ранее.

Однако для проведения своей политики государственным компаниям вовсе не обязательно приобретать нужные им активы за полную стоимость. Например, для вхождения в интересующий проект по разработке Ковыктинского месторождения с

---

<sup>78</sup> Кузнецов П., Муравьев А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. Анализ «голубых фишек» фондового рынка // EERC Working Paper, 2001. № 01/10.

оцениваемыми запасами газа в 2,13 трлн куб. м «Газпром» не стремился соглашаться на предложения владельцев лицензии на освоение (компания «РУСИА-Петролеум» и ее акционера — ТНК-ВР) о продаже ему блокирующего пакета месторождения. Однако на сторону «Газпрома» встало министерство природных ресурсов, которое имеет полномочия отзывать лицензии у добытчиков, не успевающих вовремя начать освоение месторождений. Впоследствии министерство природных ресурсов использовало претензии к выполнению экологических норм для оказания давления на участников консорциума по освоению проекта «Сахалин-2». В результате иностранные компании также были вынуждены уступить свои позиции, которые перешли опять же к государственному «Газпрому».

Важно отметить, что министерство природных ресурсов, министерство по налогам и сборам, а также другие министерства, связанные с контролем за деятельностью бизнеса, обладают широчайшими возможностями по реализации схем, подобных уже упомянутым случаям с «ЮКОСом» и нефтегазовыми месторождениями. Одной из существенных проблем является то, что эти министерства оказываются свободны в выборе объекта применения своей деятельности. В случае с «Газпромом», у которого так же, как и у «РУСИА-Петролеум», существуют нарушения сроков освоения месторождений на Ямале и разработка не была начата в срок, деятельность регулятора так и не была проявлена.

Это свидетельствует о том, что фактически государство реализует свою собственную политику по отношению к частным компаниям и делает это не через консультационные органы взаимодействия власти и бизнеса (такие, как РСПП), а напрямую — с помощью применения или неприменения вполне законных мер. Можно привести и другие примеры подобной политики. Более подробно они описаны в статьях А. Радыгина и Л. Шевцовой<sup>79</sup>.

Бизнес вынужден реагировать на это и искать средства защиты от своего «старшего брата». Это касается отношений отечественных крупных компаний с зарубежным капиталом. Не секрет, что стремление компаний к прозрачности бизнеса лишь отчасти обусловлено потребностью в привлечении иностранных инвестиций. Одновременно с этим решается задача заимствования репутации западного партнера в глазах государства и транснационализации своей деятельности в регионах, неподконтрольных национальному правительству (так выглядят обстоятельства взаимодействия компаний ТНК и ВР, «СУАЛа» и Fleming Family and Partners; к этому, как предполагают многие, стремился и «ЮКОС»).

---

<sup>79</sup> Радыгин А. Д. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики, 2004. № 4; Шевцова Л. Россия — год 2005: логика отката. Новая газета, 25.01.2005.

Проведенная реформа государственного устройства по введению «назначаемости» высших должностных лиц в регионах косвенно также преследовала цель уменьшить влияние корпоративного сектора, который использовал связи с региональными властями для реализации собственных интересов. Напомню, что до этого яркими примерами «захвата» государства стали случаи избрания крупных бизнесменов на посты губернаторов (Р. Абрамовича – на Чукотке, А. Хлопонина — в Таймырском автономном округе).

«Осложнение жизни» крупным компаниям не остается без внимания их иностранных партнеров. И в тех случаях, когда российские негосударственные юридические лица действительно нуждаются в привлечении кредитов с запада, это обходится им дороже, чем могло бы. Компании с так называемым «олигархическим» прошлым порой теряют партнеров в привлечении синдицированных кредитов и вынуждены платить надбавку к процентной ставке за риск. Так произошло в 2004 г. с ТНК-ВР, которая не смогла привлечь к синдицированному кредиту голландский банк «ИНГ Барингс» и французский банк «Сосьете Женераль». Также пострадал ГМК «Норильский никель», потерявший швейцарского партнера в лице Эйч-эс-би-си Банка. О том, насколько поднимается процентная ставка для заемщиков из России, может свидетельствовать пример МДМ-банка. Ставка привлечения средств по кредиту в размере 200 млн долл. США для него составила 9,375%. Между тем Банку Москвы, в акционерном капитале которого главным стэйк-холдером является Правительство Москвы, кредит на подобную сумму достался всего под 8% годовых<sup>80</sup>.

Преимущества, которые получают государственные компании и лояльные им юридические лица, оказываются, таким образом, вполне достаточными, чтобы компенсировать неэффективность государственных компаний в управлении капиталом.

С другой стороны, препятствия, с которыми сталкивается частный бизнес, достаточно ощутимы, чтобы понять, что получение прибыли без должного обеспечения отношений с органами власти, просто невозможно. Здесь можно вспомнить высказывание, которое приписывают главному менеджеру «Северстали» – Алексею Мордашову, о том, что «бизнес — это на 40% — PR, на 40% — отношения с властью и только на 20% — ум честь и совесть его собственных менеджеров». Те компании, которые не могут обеспечить себе вхождение в отношения с властью, вынуждены постоянно пребывать под угрозой закрытия их бизнеса какой-нибудь контролирующей инстанцией. Это принуждает их отказываться от выполнения долгосрочных и среднесрочных проектов, сосредоточиваясь на выполнении текущих операций и получении быстрой отдачи от вложений.

---

<sup>80</sup> Галухина Я, Кокшаров А. Конец благолепия // Эксперт, 2004. № 35. С. 77.

## **2.2.6 Усиление государства как собственника: переход от макроэкономической политики к микроэкономической**

В последние годы роль государства в экономической жизни страны неуклонно росла. Крупные корпорации с доминирующим государственным участием («Газпром», Сбербанк, Внешторгбанк, НК «Роснефть») выступают важнейшими центрами принятия экономических решений, затрагивающих интересы многих других игроков. Усиление их позиций, с одной стороны, служит доказательством проявления активной промышленной политики, проводимой государством. Это видно на примере конкретных шагов, таких как строительство стратегического нефтяного трубопровода в Азию и газопровода в Европу, отстаивание позиций национальной газовой компании за рубежом, развитие энергомашиностроения и автопрома, консолидация национального банковского капитала, сопровождающаяся сдерживанием экспансии филиалов зарубежных банков. В кризисной ситуации принимаются решения по выделению финансирования для наиболее нуждающихся заемщиков в частном секторе.

С другой стороны, многие из наблюдаемых действий можно рассматривать как стремление возврата к точке начала рыночных реформ — к жесткому ведомственному планированию с установленными нормами выработки и единой системой управления, снабжения кадрами, номенклатурой и прочими атрибутами социалистического государства. У такого взгляда на вещи тоже имеются основания: под лозунгом защиты от иностранного контроля принадлежащие Росимуществу компании возвращают контроль над крупнейшими производственными активами, ограничивают свободу деятельности тех, кто этим контролем еще не охвачен, и расширяют сферу своего влияния.

Если в начале первого срока президентства В. Путина еще активно обсуждалась тема вседозволенности олигархов, бизнес-групп, которые никому неподконтрольны, держат свои средства на офшорных счетах и вмешиваются в политику страны, то во второй половине 2000-х гг. картина выглядит принципиально по-другому. И все большую актуальность приобретает вопрос: «Насколько эффективно может государство справляться с теми активами, которые последовательно приобретаются в самых различных отраслях?» Следует ли из этого, что итоги приватизации оказались неудачными? Не совсем.

В последние годы характер ведения бизнеса в нашей стране сильно изменился. Большая часть этих изменений носит положительный характер. Это дает основания Якову Паппэ, видному исследователю российского бизнеса, сделать вывод о завершении эпохи интегрированных бизнес-групп.

Основные аргументы, выдвигаемые Паппэ, касаются изменения формата современных крупнейших бизнес-групп<sup>81</sup>. По его мнению, стремление заимствовать на западных рынках капитала дисциплинировало их — сделало более прозрачными, более специализированными, научило контролировать свое поведение, аккуратно обращаться с кредиторами и миноритарными акционерами. Действительно, логика естественного развития рынка диктует, что когда-то должен наступить предел расширения бизнеса в рамках одной организации, и издержки дальнейшего расширения оказываются выше издержек инвестирования в развитие уже приобретенных активов. Эта тенденция особенно ярко проявляется в последние годы, когда ряд групп, сменил стратегию расширения на концентрацию усилий на развитии ключевых направлений, приносящих наибольший доход. Примером такой стратегии могут служить российско-британская ТНК-ВР, планомерно избавлявшаяся от ненужных нефтяных месторождений, и «Северсталь-групп», которая поэтапно выделила из своего состава подразделения, занимающиеся производством автомобилей и транспортными перевозками. По этому же пути пошла компания «ЛУКОЙЛ», избавившаяся от части своих буровых мощностей. Следуя логике повышения специализации, холдинг ИНТЕРРОС вводит четкие границы между своими добывающими активами (ГМК «Норильский никель» и «Полус-Золото») и энергетическим блоком.

Другим качественным отличием, характеризующим особенности современной структуры собственности, можно назвать снижение максимального пакета акций, который должен находиться в руках мажоритарного владельца, чтобы иметь гарантии контроля над активами. Иными словами, снизился риск несанкционированного отъема собственности, и если раньше для такой гарантии был необходим 100-процентный контроль (поскольку даже пакет из 85% акций не всегда давал гарантии от конфликта с миноритарным захватчиком), в последнее время этот показатель снижался, а в случае крупных игроков, таких как «Альфа-групп», появилась возможность ограничиваться обладанием блокирующим пакетом. Такое положение вещей свидетельствует также о другом положительном изменении — росте значимости фондового рынка в финансировании деятельности компаний, что стимулирует их к повышению прозрачности и более аккуратным отношениям с миноритариями.

Сам факт того, что публичное размещение акций стало общепринятым способом привлечения инвестиций, указывает на изменение приоритетов развития бизнеса со

---

<sup>81</sup> Материалы к семинару в Московском центра Карнеги по теме взаимодействия крупных частных компаний и государства, 2005.

строительства корпоративной структуры на увеличение акционерной стоимости, что требует соответствия определенным стандартам ведения бизнеса.

Можно привести другие положительные сдвиги, произошедшие в эволюции частного российского капитала, которые, несомненно, сыграли важную роль в присвоении российской экономике статуса «экономики рыночного типа»<sup>82</sup>.

Однако достижения в частном и в государственном секторах сильно различаются. Роль государственных компаний в экономике неуклонно возрастает, причем происходит это благодаря привлечению механизмов регулирования. Это вызывает многочисленные споры относительно возможности возникновения режима, который определяют как «государственный капитализм», и сопутствующей ему национализации. Масштабы этого процесса могут оказаться различными, в зависимости от политической конъюнктуры в стране. Сценарий абсолютного возврата к системе, существовавшей до 1990-х гг., считается маловероятным, поскольку возможность подобного «отката» была упущена, когда партия коммунистов потерпела провал при попытке вернуть себе власть в стране. По большому счету возврат к тотальной государственной собственности не имеет смысла, потому что сам факт распада СССР свидетельствует о несостоятельности действовавшей системы. Главный риск, которому подвержена современная экономическая политика, заключается в неверной расстановке приоритетов развития — концентрации активности на направлениях, которые приносят наибольшую отдачу в краткосрочном периоде и вполне могут обходиться без государственного вмешательства, и недостаточном внимании к тем отраслям, где государственное вмешательство действительно востребовано, а частной инициативы недостаточно. Можно привести еще несколько примеров активного расширения государства и прямого вмешательства в деятельность экономических агентов.

«Газпром» — государственная газовая монополия, ставшая крупнейшей российской компанией как по доходам, так и по стоимости активов. Благодаря масштабу деятельности эта компания имеет сегодня возможность воздействовать на своих контрагентов далеко за пределами отношений по поводу поставок газа. После того как завершилась так называемая «либерализация» рынка акций компании и в руках представителей государства был консолидирован контрольный пакет акций, а иностранные инвесторы получили возможность свободно оперировать на рынке российских акций эмитента, «Газпром» заметно расширил направления своей деятельности. Проводя агрессивную ценовую политику, руководство компании добилось выгодных договоренностей с украинским «Нафтогазом» и белорусским «Белтрансгазом» о поставках российского газа

---

<sup>82</sup> Министерство торговли США присвоило России этот статус в июне 2002 г.

фактически по назначенной «Газпромом» цене. Эти события убедительно показали наличие серьезной политической поддержки компании со стороны органов власти, а также других государственных компаний, таких как НК «Роснефть», часть денег (около 7,6 млрд долл. США) от первичного размещения которой была направлена на возврат средств, использованных ранее для выкупа акций «Газпрома»<sup>83</sup>.

Государственная поддержка «Газпрома», несомненно, необходима, учитывая его масштаб и важность для экономики страны (доля выручки компании в ВВП в 2005 г. составила около 7,8%). Однако очевидно, что эта поддержка должна иметь определенные пределы. Стремление руководства компании нарастить присутствие на розничных рынках стран Европы и в первую очередь — Великобритании и Италии, сопровождающееся строительством трубопровода в обход прибалтийских государств, является ярким примером того, как политические приоритеты оказываются выше экономических аргументов. Очевидно, что этот шаг затрагивает национальные интересы этих государств, и согласование с ними выходит за рамки исключительно экономических вопросов. Активная позиция, которую при этом заняло руководство России, встретило резкую реакцию как со стороны национального бизнеса, так и со стороны политиков<sup>84</sup>. Намерение российского газового концерна прямо противоположно желанию Европы ограничить влияние России на европейском энергетическом рынке, и то обстоятельство, что за «Газпромом» стоит не частная инициатива, а государственный интерес, выступило решающим фактором в оказываемом противодействии.

Рост роли государства прослеживается также в автомобильной промышленности, авиаперевозках, металлургии, банковской сфере. Смена собственника у ключевого автопроизводителя страны — «АвтоВАЗа» — в пользу подконтрольного государству холдинга «Рособоронэкспорт» (с идеей последующего присоединения Горьковского и Камского автозаводов) стала свидетельством намерения государства реанимировать важнейший кластер машиностроения. Планировалось, что вслед за этим «АвтоВАЗ» получит возможность существенно расширить ассортимент продукции за счет строительства нового производственного комплекса мощностью до 450 тыс. автомобилей в год и разработки новых платформ, на базе которых был запланирован выпуск 12 новых моделей. В дополнение к этому руководством предприятия была запущена программа реконструкции действующих мощностей и повышения качества производимой продукции.

---

<sup>83</sup> По материалам информационных агентств «Рейтер» и «Блумберг» (URL: [www.reuters.com](http://www.reuters.com), [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)).

<sup>84</sup> В статье «Ваш местный «Газпром» журналисты Financial Times открыто указали на неприемлемость поглощения «Газпромом» британской компании «Центрика» (Centrica), контролирующей около половины британского розничного рынка газа.

Присутствие государства в металлургической отрасли носит пока ограниченный характер. Тем не менее в последние годы на этом направлении также наметились сдвиги. В частности, корпорация «ВСМПО-Ависма», ведущий производитель титана, перешла под контроль «Рособоронэкспорта». Кроме того, неоднократно обсуждался сценарий интеграции производителей цветных металлов в единый холдинг, в который вошли бы, помимо названной компании, также АК «АЛРОСА» и ГМК «Норильский никель».

Как можно убедиться, государство в последнее время серьезно нарастило свое влияние в ряде отраслей и планирует продолжать эту стратегию. Уже стартовал процесс объединения региональных авиаперевозчиков, акции которых принадлежат Росимуществу. Министр промышленности и энергетики Виктор Христенко ставит на повестку дня (пока не сегодняшнего, но все же не столь далекого) вопрос о возможности объединения государственной НК «Роснефть» и «Сургутнефтегаза». Не останавливаясь подробно на этих и других примерах, попробуем дать общую характеристику происходящего.

Эти процессы близки по своей сути к первому этапу формирования крупных российских компаний, который проходил в середине 1990-х гг., с той лишь разницей, что в тот период государство фактически устранилось от процесса управления собственностью, инициировав распределение активов новым владельцам. Отчасти в этом заключалась цель реформ, поскольку система, которая ранее использовалась для управления, перестала существовать как единое целое. В этих условиях правительству важнее было сохранить компании, которые наименее жизнеспособны в рыночных условиях, но имеют системообразующее значение для экономики в целом. Такими компаниями стали в первую очередь естественные монополии, которые нельзя было передать в частные руки, — электроэнергетика, железнодорожный и трубопроводный транспорт, а также в значительной мере связь. Кроме того, государство в какой-то мере застраховывало себя от возможных ошибок в ходе приватизации, откладывая наиболее сложные объекты на более поздний срок.

Сегодня, возвращаясь к управлению принадлежащей когда-то ему собственностью, государство действует подобно первым интегрированным бизнес-группам, стремясь в короткий срок охватить своим контролем возможно более широкий круг активов. Логично предположить, что государство будет повторять стратегию в первую очередь тех групп, которые занялись выстраиванием вертикально интегрированных холдингов, примерами которых стали такие группы, как «Северсталь-групп», «Базовый элемент», «Интеррос». В их структуру входили сотни компаний, занимающихся добычей сырья, его переработкой, выпуском машиностроительной продукции, транспортом, банковскими

операциями. Фактически эти группы являлись моделью государства в государстве, заменяя его в тех областях, где оно не справлялось со своими ключевыми функциями. Но, как мы знаем, многие из этих групп впоследствии изменили свою тактику и отказались от части непрофильных активов, которые могли с большим успехом функционировать в условиях рыночной конкуренции в качестве самостоятельных компаний.

На данный момент можно констатировать, что государство находится на начальной стадии формирования подобных вертикально интегрированных структур, и весь вопрос, заключается в том, каким окажется дальнейший вектор развития воскрешаемого государственного сектора. Можно представить два возможных сценария развития. Один из них предполагает, что под действием рыночных сил госсектор будет вынужден совершенствовать свою структуру и в конечном итоге подойдет к третьей фазе развития подобных конгломератов — постепенному выделению либо продаже наиболее самостоятельных подразделений. Такое возможно в тех отраслях, где конкуренция со стороны зарубежных компаний не является серьезной проблемой в рамках страны, и в первую очередь — в энергетике и транспорте.

Второй сценарий возможен, если государство окажется неспособно обеспечить эффективность функционирования принадлежащих ему компаний и задействует внешние рычаги подавления конкуренции, стремясь ограничить рыночную долю конкурентов. Такая картина с большой степенью вероятности может сложиться в машиностроении, где импортная продукция по многим параметрам значительно превосходит российские аналоги.

Сегодня государство достигло крупного успеха, выведя национальную газовую компанию на уровень крупнейших мировых игроков, и этот успех дал основание многим наблюдателям считать, что установление государственного контроля над собственностью является залогом будущего успеха на рынке.

Между тем, как показывают зарубежные исследования, а также предшествующий советский опыт, такая последовательность возникает далеко не в каждом случае. В общем случае недостаточно купить компанию, надо еще наладить в ней систему управления, выстроить отношения с поставщиками, регулярно инвестировать в модернизацию производства. Необходимость постоянного контроля над состоянием производства уже стала очевидной для многих крупных холдинговых структур, которые пересмотрели свою стратегию от хаотичной экспансии к точечной концентрации усилий на направлениях, дающих синергетический эффект. В то же время по этим же причинам прямая экспансия государственного сектора также должна неминуемо столкнуться с ограничениями.

И в тех случаях, когда непосредственное владение активами оказывается неэффективным, должны использоваться иные механизмы, подразумевающие не конкуренцию с частным капиталом на рынке, а совместную деятельность, приносящую выгоду всем заинтересованным сторонам. Одним из примеров такого сотрудничества призван стать механизм государственно-частных партнерств (ГЧП).

### **2.2.7 Государственно-частные партнерства в России**

Всю палитру отношений, связывающих деятельность органов государственного управления и автономных экономических агентов, можно условно разделить на три основных направления по степени государственного вмешательства.

Во-первых, это отношения, подразумевающие примат государства над хозяйственными субъектами. В эту категорию входят любые виды деятельности, в которых речь идет о решении основных задач, стоящих перед государством, и с которыми не способна справиться частная инициатива.

Во-вторых, это отношения, подразумевающие примат «клиентской» стороны по отношению к государству, в которых государство выступает поставщиком услуг и, как любой поставщик, играет на равных условиях с другими экономическими агентами.

И, в-третьих, можно выделить промежуточный класс отношений, где нет доминирующей стороны, а есть партнерские взаимоотношения, подразумевающие равномерное распределение выгод между сторонами партнерства<sup>85</sup>.

Именно третий тип взаимоотношений представляет особый интерес с точки зрения развивающихся экономик, поскольку (с некоторыми оговорками) его можно отождествить с ключевым инструментом проведения государственной промышленной политики, направленной на экономическое развитие страны.

Тема государственно-частных партнерств — именно так принято сегодня называть данный тип взаимоотношений — стала актуальной в постсоветской России довольно давно, хотя только в последние годы она получила именно такое название, а вместе с ним — и широкий интерес общественности. Ранее, хотя и в более узком смысле, эти взаимоотношения рассматривались обычно только в рамках устоявшегося понятия соглашений о разделе продукции (СРП) и были целиком ориентированы на деятельность сырьевого сектора экономики.

Инструмент СРП необходим прежде всего при выполнении сложных проектов, требующих больших капиталовложений на старте, при том, что отдача, возможно,

---

<sup>85</sup> Более полно классификацию форм ГЧП см. в: Субботин М.А. Государственно-частные партнерства: Мировой опыт и Россия. // Государство и бизнес: институциональные аспекты. М.: ИМЭМО, 2006. С. 62 – 89.

наступит лишь через несколько лет<sup>86</sup>. Несмотря на всю очевидность своей необходимости и полезности для государства, он, однако, практически не получил широкого применения по причине сложности процедур заключения подобных соглашений.

Закон о СРП был принят Государственной Думой еще в мае 1995 г. Тогда государство посчитало нужным жестко ограничить рамки применения этого инструмента, поскольку оно не было уверено в возврате средств государственного бюджета, задействованных в проектах. В результате фактически возможность создания новых соглашений была ограничена разработкой шельфовых месторождений углеводородов, которые, по мнению чиновников, не были доступны к разработке без использования иностранного капитала. В остальных случаях процедура заключения соглашения подразумевала длинный бюрократический коридор, включающий необходимость юридического оформления соответствия двум федеральным законам, нормативным актам, участие в двух аукционах, подключение комиссии по подготовке СРП, взаимодействие с министерствами, экспертными комиссиями, инвесторами и другие процедуры, которые фактически сводили привлекательность инструмента на нет.

Как результат — полная недееспособность идеи, поскольку из трех фактически работающих в режиме СРП проектов («Сахалин-1», «Сахалин-2» и «Харьягинское») все три возникли еще до принятия соответствующего закона и до сих пор обеспечивали практически половину прямых зарубежных инвестиций в страну.

Отсюда можно сделать неутешительный вывод о том, что за последние десять лет государство не предпринимало шагов к тому, чтобы сделать этот способ привлечения инвестиций сколько-нибудь более привлекательным и дееспособным. Между тем, определенные подвижки в этом направлении есть и заключаются они в смещении приоритетов в партнерских отношениях. Если ранее предполагалось, что прибыль от проектов будет поступать в государственный бюджет в виде компенсации за истощение недр страны, то в последние годы в связи с усилением позиций в экономике крупных государственных компаний, сместились и целевые установки в способах поиска инвестиций. Закон об СРП и нормотворческая деятельность в этом плане отошла на второй план, зато резко активизировались процессы создания совместных предприятий между крупными российскими и западными компаниями, касающиеся как привлечения инвестиций, так и трансферта технологий<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Аверкин А., Субботин М. Правовое регулирование соглашений о разделе продукции // Закон, 1999. декабрь, № 2. С. 51–54.

<sup>87</sup> Например, проект «Газпрома» по освоению Штокмановского месторождения, не требует разработки специальной законодательной базы, поскольку в нем подразумеваются взаимоотношения экономических агентов не с государством, а только между собой.

С одной стороны, несомненно, перенос взаимодействия агентов из области отношений «компания – государство» в сферу «компания – государственная компания» представляет собой положительный сдвиг, поскольку это шаг от отсутствия взаимоотношений (если не считать уже упомянутых проектов) в сторону их возникновения. Функции самого государства в этом случае сводятся к выполнению задач оценки проектов с точки зрения эффективности для государства, лицензирования и контроля за выполнением установленных норм (таких, как норма выработки, использование методов разработки, фонд скважин), то есть вполне привычных для него инструментов управления процессом в ресурсодобывающей отрасли. Отдача при этом происходит в виде налоговых поступлений от участников проекта и перекачки ресурсов в рамках государственных компаний.

Однако, с другой стороны, недостаток такого решения состоит в том, что этот механизм не является универсальным и может работать эффективно лишь в тех отраслях, в которых государственная компания, во-первых, достаточно сильна, чтобы реализовать сложные проекты в масштабах всей страны, а во-вторых, контроль над этой компанией со стороны государства достаточно надежен, чтобы избежать обычных в таких случаях агентских издержек.

На сегодняшний день примеров подобных отраслей можно привести всего два: это газовая промышленность и трубопроводная система. В обоих случаях существует компания-монополист, в достаточной мере контролируемая государством и в то же время способная к реализации серьезных проектов. И именно на этих двух направлениях сегодня существует потенциал взаимодействия с иностранным капиталом, который заинтересован как в разработке месторождений энергетического сырья, так и в создании для него экспортных каналов.

Однако, помимо высокорентабельных сырьевых отраслей, где вполне логично ожидать возникновения новых форм объединения капитала (поскольку инициатива по их созданию исходит как со стороны государства, так и со стороны корпораций), есть и другие сферы, где подобный стимул существует не всегда.

Речь идет об инфраструктурных объектах, которые не являются предметом конечного спроса, однако без них не может полноценно функционировать ни одно государство. К таким объектам относятся дороги, аэропорты, вокзалы, комплексы коммунального хозяйства — их создание и содержание обычно происходит при участии государства, но, тем не менее, при правильно выстроенной системе распределения издержек они вполне могут управляться частными предприятиями. Инструментом,

который позволяет сочетать в себе надежность государственного финансирования с частной инициативой, являются концессии.

Смысл концессионных соглашений — в гибком сочетании договоров, которое позволяет государству передать часть своих полномочий частной структуре в обмен на извлечение последующей прибыли из имущества. В зависимости от того, какая совокупность договоров (в каждом отдельном случае — своя) заключается между сторонами, получаются разные виды концессий. Наиболее распространено заключение подобных соглашений по схеме BOT (Build, Operate, Transfer) — договор о создании недвижимости, последующей ее эксплуатации частным агентом и последующей передаче в собственность государства. При этом к данному типу договора можно добавлять условия, устанавливающие, на какой из сторон лежит ответственность за обеспечение инфраструктуры, кто отвечает за проектирование объектов недвижимости, кто будет владельцем, инвестором, арендатором, заниматься модернизацией и поддержкой имущества. Вся совокупность этих отдельных договоров и формирует *соглашение о концессии*, которое с каждым инвестором заключается отдельно.

Концессии, наряду с СРП, являются одной из форм государственно-частного партнерства (ГЧП) и также нуждаются в особом регулировании. До недавнего времени подобное регулирование в России отсутствовало. Оно появилось в 2005 г. со вступлением в силу в августе 2005 г. Федерального закона «О концессионных соглашениях». Этот закон определяет порядок заключения, подготовки, исполнения и прекращения отношений между сторонами, участвующими в концессионных соглашениях.

Согласно этому документу, концессионер имеет право на создание (реконструкцию) и эксплуатацию в течение определенного срока объекта концессии (недвижимого имущества), выплачивая государству компенсацию в виде либо фиксированной суммы, либо части доходов от эксплуатации. Однако перечень объектов, на которые может распространяться договор концессии, достаточно ограничен. В частности, в него не включены природные ресурсы — недра, леса, акватории, он не затрагивает сферу связи. Это было бы оправданным в том случае, если бы существовал работающий закон об СРП, однако, как уже было отмечено выше, такого закона не существует.

Другим серьезным недостатком концессионного законодательства является отсутствие предусмотренных для концессионера налоговых льгот, то есть ни в самом законе о концессиях, ни в Налоговом кодексе нет упоминания о специальном налоговом режиме для компаний, осуществляющих деятельность на условиях договора о концессии. Из этого вытекают, что налоги дополняются финансовой нагрузкой, создаваемой

концессионным сбором без изъятий, а это существенно снижет привлекательность использования данной технологии бизнесом.

Концессионные соглашения и СРП — основные инструменты государственно-частного партнерства, успешно функционирующие в мире. Впервые концессионные соглашения были применены в нефтедобыче еще в 1901 г. На сегодняшний день этот механизм используют уже более 10 стран; а соглашения о разделе продукции действуют не менее чем в 50 странах. Среди них на первом месте страны СНГ и Балтии. Однако в случае России наличие этих инструментов в обиходе инвесторов носит пока скорее лишь декларативный характер.

Более жизнеспособным примером соединения интересов государства и бизнеса стала в последнее время, как это ни странно, отрасль жилищно-коммунального хозяйства<sup>88</sup>. Главное, что является поводом для привлечения в отрасль новых инвестиций — колоссальный потенциал сокращения издержек. Причем одно из главных перспективных направлений здесь — повышение уровня собираемости платы за услуги.

Общий объем рынка коммунальных услуг в 2005 г. составлял около 60 млрд руб., причем до 20% доходов от этой суммы приходится на управляющие компании. Эти юридические лица могут быть как государственными, так и частными, и в каждом отдельном доме есть возможность выбрать свою управляющую компанию, что делает рынок потенциально высококонкурентным.

Государство решило всерьез взяться за эту отрасль в 2005 г., когда была подготовлена программа национального проекта «Доступное жилье», подразумевающая фактическую реформу отрасли. Поводом для реформы послужило плачевное состояние отрасли. Около 65% предприятий ЖКХ на тот момент были либо убыточными, либо находились на грани банкротства. До 2001 г. темпы инфляции значительно опережали рост цен на услуги комплекса, что приводило к оттоку денежных средств из отрасли. Он усиливался массовой практикой неплатежей, и в результате из той суммы, которую должны были по тарифным расценкам получать муниципальные предприятия ЖКХ, они получали немногим более половины. Дополнительной проблемой отрасли являлось ее устройство по принципу естественной монополии, которой присуще отсутствие стимулов к снижению издержек, поскольку, во-первых, ее доходы фиксируются сверху установленными государством тарифами, а во-вторых, отсутствует мотивация в виде конкуренции.

---

<sup>88</sup> Богачева О. В., Григоров В. Э. Взаимодействие власти и бизнеса в области ЖКХ // Государство и бизнес: институциональные аспекты. М. : ИМЭМО, 2006. С. 62–89.

Для изменения сложившейся ситуации государство оказалось просто вынуждено искать пути привлечения к сфере ЖКХ частных компаний, и один из таких путей — допуск к обслуживанию жилья частных управляющих компаний. Примечательно, что интерес к этой сфере немедленно проявили представители крупных бизнес-структур, которые стали создавать собственные дочерние компании, специализирующиеся в данной области, либо приобретать уже существующие. Среди крупных операторов, действующих на московском рынке услуг ЖКХ, уже три относятся к составу таких ИБГ (Группа «МДМ», «Альфа-групп» и «Ренова»). Для финансирования вложений в отрасль применяется самостоятельный выход на рынок облигационных займов, что доказывает их расчет на долгосрочную отдачу от вложенных инвестиций. Конечно, центральные регионы существенно отличаются от остальной России, причем в первую очередь — по уровню платежеспособного спроса, который формирует доходы компаний. Однако специфика отрасли состоит в стабильности и низких ценовых рисках, а это служит залогом того, что интерес к ней будет проявляться не только в центральных регионах, но и на периферии.

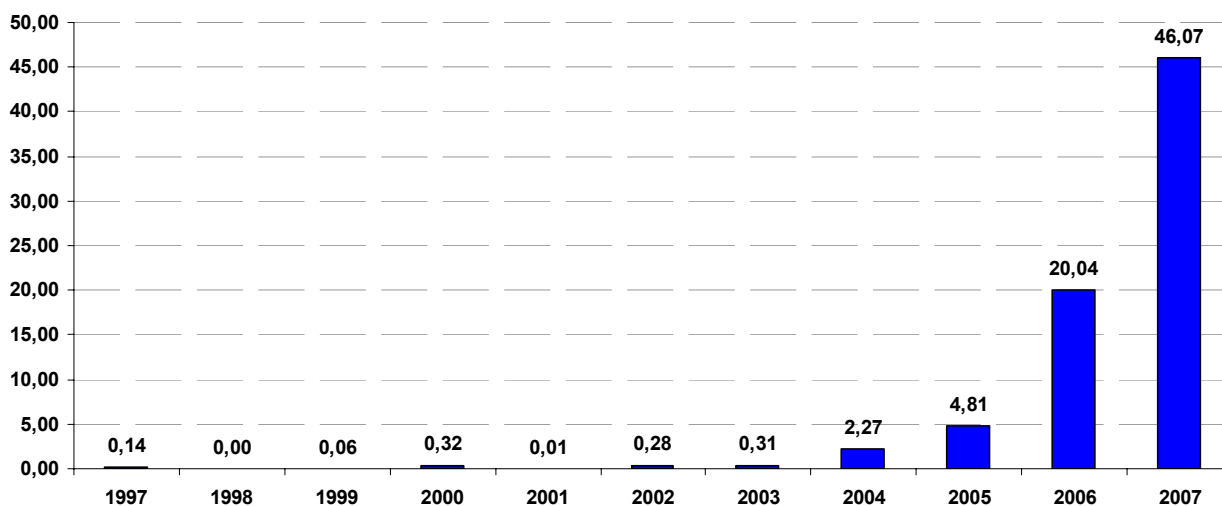
Таким образом, отрасль жилищно-коммунального строительства можно считать наглядным примером возможности партнерства государства и бизнеса в ведении совместных проектов. Хотя оценка результатов подобного партнерства пока преждевременна, в силу относительно малого масштаба явления, в том случае если полученный опыт будет экстраполироваться на другие направления и, в частности, — на соглашения о разделе продукции, результат может оказаться значительно более внушительным в масштабе всей страны.

### **2.2.8 Крупный бизнес и фондовый рынок: сравнение позиций частных и государственных компаний**

Фондовый рынок еще на ранних стадиях реформ в начале 1990-х гг. рассматривался как важнейший источник капитала для корпораций. Именно тогда была выбрана модель, ориентированная на финансирование через акционерный капитал (в соответствии с англосаксонской моделью), а не на банковские кредиты. Этой модели свойственна подверженность большей волатильности, она требует больших издержек для поддержания информационной прозрачности бизнеса и надежной системы исполнения контрактов. Вместе с тем она позволяет вовлечь в процесс инвестирования более широкий слой игроков, что на тот момент представлялось важным преимуществом, с точки зрения целей реформ. Предположение о том, что финансирование корпоративного строительства станет возможным не за счет государственных средств и кредитов, а путем перераспределения и

оптимизации портфелей частных инвесторов, отражало либеральные взгляды инициаторов экономических преобразований. В действительности реализация поставленной задачи потребовала более десяти лет, и лишь сравнительно недавно фондовый рынок стал восприниматься в корпоративной среде как актуальный способ привлечения инвестиций. Об этом, в частности, может свидетельствовать динамика объемов размещений капитала российских эмитентов в последние годы.

**Рисунок 2.3. Объем размещений капитала российских эмитентов в 1997–2007 гг., млрд долл. США**



*Источник: ИК «Совлинк» [сайт]. URL: [www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru); «Ренессанс Капитал» [сайт]. URL: [www.rencap.ru](http://www.rencap.ru).*

Привлечение капитала происходило нарастающими темпами с конца 2004 г. После того, как МТС стала первой компанией, сумевшей разместить акции на сумму свыше 1 млрд долл. США, подобные явления перестали быть редкостью. За 2007 г. компаниям удалось набрать рекордную величину капитала: 46 млрд долл. США. Это соответствовало 4,5% совокупной рыночной капитализации российских компаний в среднем за год, причем 74% привлеченной суммы приходилось на акции компаний из двух отраслей: финансовой (размещения государственных Сбербанка и Внешторгбанка) и электроэнергетики (привлечение капитала для игроков, выделяемых из состава РАО «ЕЭС»). В 2006 г. размер привлеченных средств был меньше — около 20 млрд долл. США, однако и тогда более 50% капитала досталось одному игроку — государственной компании НК «Роснефть». Таким образом, становится очевидным, что роль государства на рынке заемного капитала в рассматриваемый период имела критически важное значение.

Возможность публичного размещения ценных бумаг помимо выполнения непосредственной функции привлечения дополнительного капитала решает ряд других задач. Важнейшей из них является обеспечение инвесторов информацией о состоянии

бизнеса эмитента и определение его текущей стоимости. Эта информация используется не только инвесторами на фондовом рынке, но также кредитными организациями и самими владельцами при совершении сделок по слияниям и поглощениям. В этом проявляется связь фондового рынка с рынками кредитных ресурсов. Увеличение рыночной стоимости собственного капитала позволяет акционерам рассчитывать на кратное расширение портфеля обязательств и увеличение финансового рычага. В дополнение к этому, владельцы акций могут привлекать кредиты под залог акций, исходя из их рыночной стоимости. Если полученные средства также используются для финансирования бизнеса, это увеличивает совокупную зависимость компании от заемного капитала.

Таким образом, потенциал фондового рынка не ограничивается объемами средств, обращающимися на биржах, а создает мультипликативный эффект, что особенно полезно для компаний на стадии активного корпоративного строительства. В свою очередь, с точки зрения государства это позволяет сэкономить время на формировании внутренней банковской системы, поскольку дает предприятиям канал доступа к сбережениям населения напрямую.

Денежные средства частных лиц, направляемые в банковскую систему России, должны были постепенно наращивать капитализацию последней с тем, чтобы со временем внутренний кредитный рынок также включился в систему финансирования бизнеса. Однако нужно еще раз подчеркнуть, что формирование фондового рынка имело в России приоритет по сравнению с банковской системой, а ее недостаточное развитие восполнялось использованием кредитных ресурсов, привлекаемых из-за рубежа<sup>89</sup>.

Практика регулярно проводимых публичных размещений указывает на то, что фондовый рынок довольно быстро превратился в серьезный инструмент финансирования, и как результат, стал оказывать существенное влияние на картину развития корпоративной системы в России. Остановимся подробнее на функциях, которые берет на себя фондовый рынок с точки зрения российского опыта.

1. Привлечение финансовых ресурсов. Каждая компания, зарегистрированная в форме открытого акционерного общества, имеет возможность использовать свой акционерный капитал, номинированный в определенном количестве обыкновенных (привилегированных) акций для размещения на фондовой бирже. Эта процедура подразумевает прохождение компанией ряда законодательно утвержденных процедур, включающих регистрацию в ФСФР проспекта эмиссии, работу с реестродержателем и

---

<sup>89</sup> О недостаточном уровне концентрации банковской отрасли свидетельствует сопоставление величины активов у ведущих российских банков в сравнении с их конкурентами в Восточной Европе, а также с игроками Азии и Запада.

депозитариями, публикацию информации обо всех существенных фактах, касающихся эмитента, и регулярной финансовой отчетности. После регистрации на фондовой бирже и проведения процедуры размещения акции допускаются к свободному обращению на вторичном рынке в определенном биржей котировальном листе.

В действительности эта функция начала работать в России только с 2005 г., когда объем ресурсов, обращающихся на фондовом рынке, начал быстро увеличиваться, в связи с появлением на нем крупных зарубежных портфельных инвесторов.

2. Информационная функция. Законодательно утверждено, что эмитенты акций обязаны предоставлять в отделения ФСФР информацию о своей хозяйственной деятельности в соответствии с утвержденной формой, единой для всех юридических лиц. Кроме того, финансовая отчетность компании должна предоставляться акционерам по требованию<sup>90</sup>.

Фактически это требование выполняется не всеми эмитентами, а только теми, которые воспринимают зависимость своего бизнеса от привлеченных на фондовом рынке ресурсов. К таким компаниям следует отнести в первую очередь те, чьи инструменты обладают ликвидностью и имеют высокий показатель free-float.

3. Перераспределительная функция. Благодаря тому, что на рынке присутствует большое количество частных инвесторов, заинтересованных в получении максимальной доходности, происходят отбор и последующий рост стоимости акций именно тех компаний, которые могут эту доходность обеспечить. Таким образом, поиск максимальной эффективности в финансовой сфере обеспечивает рост наиболее перспективных активов.

Действенность этой функции прямо пропорциональна уровню развития фондового рынка и эффективности ценообразования фондовых инструментов. Следует отметить, что поскольку объем средств, доступных к привлечению путем размещения на российских биржах, до недавних пор был не всегда достаточен для обеспечения потребностей бизнеса, то и эта функция реализовывалась лишь ограниченно. Помимо фондового рынка, источником инвестиций служит также банковская система, которая в силу специфики своего развития выполняет перераспределительную функцию далеко не полностью.

Реализация названных функций определяется составом участников фондового рынка, в число которых входят следующие субъекты:

---

<sup>90</sup> ФЗ об акционерных обществах от 26 дек. 1995 г. № 208-ФЗ : принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 24 нояб. 1995 г. : в ред. Федер. закона от 13.06.06 №65-ФЗ / Сборник законов Рос. Федерации М.: Аст, 1999. с. 873.

1. инвесторы в виде разнообразных фондов и инвестиционных банков, а также индивидуальные лица, действующие посредством профессиональных брокеров — инвестиционных компаний;
2. компании-эмитенты, привлекающие денежный капитал посредством фондового рынка;
3. государственный регулятор в лице Федеральной службы по фондовым рынкам, осуществляющей контроль и надзор за обращением ценных бумаг, а также внедряющий законодательные инициативы в этот процесс. К этой категории посредников относятся также организаторы торговли — биржи, регистраторы, реестродержатели и широкий круг частных инвестиционных банков, выступающих в роли организаторов размещений.

Состав компаний-эмитентов неоднороден как по отраслевому составу, так и по масштабу присутствующих на нем игроков. Кроме того, присутствие на нем компаний, подконтрольных Росимуществу, как показывает практика, формирует различное отношение инвесторов к разным заемщикам, поскольку принадлежащие государству структуры обладают намного более серьезным потенциалом для поиска крупных инвесторов. Помимо этого, есть еще ряд отличительных черт, на которых следует остановиться подробнее. Во-первых, это неодинаковые условия привлечения средств при проведении дополнительной эмиссии. А во-вторых, разница в оценке стоимости компаний впоследствии.

**Таблица 2.2. Условия размещения капитала**

Условия	Частная компания	Государственная компания
Премия при размещении	Общерыночная (обеспечивается повышенным вниманием инвесторов к новой компании)	Высокая (дополняется ожиданиями более низких кредитных рисков)
Структура привлекаемого капитала	Равномерная (с доминированием портфельных инвесторов)	Высококонцентрированная (доминируют крупные непортфельные инвесторы)
Потенциал поиска инвесторов	Средний (инвестор не получает дополнительных выгод)	Выше среднего (в связи с дополнительными выгодами, получаемыми акционерами от владения государственной компанией)

*Источник: составлено автором на основе исследования практики проведения IPO*

Процесс привлечения инвестиций через рынок акционерного капитала начал набирать обороты сравнительно недавно — в 2004–2005 гг, и связано это в первую очередь с изменением оценки отечественных компаний со стороны международных инвесторов. Именно приток портфельных инвестиций из-за рубежа стал поводом для подъема котировок уже существующих эмитентов и появления новых инструментов на рынке. Как уже было отмечено выше, наиболее серьезные размещения произвели три

государственные компании — НК «Роснефть», Сбербанк и Внешторгбанк. Но объем средств, привлеченных «Роснефтью», оказался самым большим за всю историю российского рынка (10,6 млрд долл. США), и это делает ее пример достаточно показательным, чтобы можно было говорить об особенностях процесса размещения государственных компаний. В их числе можно выделить две ключевые.

Первая — доминирование в структуре инвесторов крупных глобальных игроков, целью которых является получение контроля над действиями компании либо поиск выгоды от роста курса стоимости акций. В число этих компаний входят индийская ONGC, китайская CNPC и британская BP — каждая из них приобрела пакет акций стоимостью более 1 млрд долл. США, рассчитывая в первую очередь на получение преференций при ведении бизнеса на территории РФ. Главным поводом для такого вывода служит прежде всего цена, по которой были приобретены акции НК «Роснефть», а также практически полное отсутствие дальнейших операций с купленными ценными бумагами. Проводя сравнение НК «Роснефть» с другими нефтяными компаниями как в России, так и за рубежом (на основании данных ежегодной отчетности), нетрудно заметить, что за 1 доллар выручки инвесторы заплатили 2,86 доллара капитализации, что существенно выше уровня, характерного на тот момент для большинства других российских и иностранных компаний. В составе 15 крупнейших мировых лидеров более высоко в конце 2006 г. были оценены только представители китайской промышленности: CNOOC Limited и PetroChina Company Limited, что объясняется высокими темпами роста этих компаний, а также ОАО «Газпром» и ОАО «Сургутнефтегаз». Оценка балансовой стоимости (коэффициент  $P/BV$ ) НК «Роснефть» так же значительно превосходила соответствующий показатель для большинства крупных зарубежных игроков отрасли (см. таблицу ниже).

**Таблица 2.3: Сравнение ведущих российских и зарубежных нефтегазовых компаний по мультипликаторам P/S, P/E, P/BV (по состоянию на 01.08.2006 г.)**

Компания	P/S	P/E	P/BV
ОАО «Газпром»	4,80	21,04	1,53
ОАО «НК «Роснефть»	2,86	16,48	2,28
ОАО «ЛУКОЙЛ»	1,33	11,37	1,85
ОАО «Сургутнефтегаз»	5,33	23,61	2,41
ОАО «Газпром нефть» («Сибнефть»)	1,33	6,93	1,83
ОАО «Татнефть»	1,45	12,31	0,97
BP plc	0,96	10,65	1,14
Chevron Corp.	0,76	10,63	1,19
Exxon Mobil Corp.	1,07	10,97	1,90
Royal Dutch Shell plc.	0,75	8,71	1,05
TOTAL S.A.	1,98	24,65	1,73
CNOOC Limited	3,99	10,93	2,41
PetroChina Company Limited	2,94	11,61	2,08
SINOPEC (China Petroleum & Chemical Corp.)	0,47	8,84	0,72
ENI	0,47	3,79	0,42

Компания	P/S	P/E	P/BV
PETROLEO BRASILEIRO S.A.-PETROBRAS	1,76	9,76	1,26
ConocoPhillips	0,61	8,22	1,05
Statoil	1,04	12,95	1,41
Norsk Hydro	1,24	13,69	0,95
Imperial Oil Limited	1,44	15,62	2,61
Repsol YPF, S.A.	0,53	8,45	0,59

*Источник: расчеты автора на основе данных компаний и сведений об их капитализации по состоянию на 01.08.2006 г.*

Второй особенностью крупных государственных предприятий являются более выгодные условия привлечения ресурсов, которые следуют из более высокой оценки акций инвесторами. В случае с НК «Роснефть» превышение средних уровней, характерных для мировой нефтегазовой отрасли, составило для коэффициентов  $P/S$ ,  $P/E$  и  $P/BV$  141%, 42% и 67% соответственно. Это означает, что при прочих равных условиях стоимость данной компании могла быть более чем на 50% ниже стоимости, которая установилась после размещения. Другими словами, не менее 50% этой стоимости были сформированы за счет внеэкономических факторов и в первую очередь — фактора государственной собственности. Преимущества, создаваемые этим фактором, могут отражаться в разных сферах бизнеса, но главные из них касаются тех вопросов, которые связаны с взаимодействием с государством. К ним относятся:

- Более низкие издержки при взаимодействии с органами государственного управления. Иными словами, государственные компании в значительно меньшей степени вынуждены нести издержки, связанные с необходимостью лоббировать принятие нужных решений.
- Более низкие риски, связанные с угрозой внешнего вмешательства в дела компании, а именно: попыток перехвата контроля и спровоцированного банкротства. Следствиями этого являются более низкий кредитный риск и более высокие рейтинги при определении ставки внешних заимствований.
- Более широкий доступ к кредитованию со стороны как внутренних кредитных структур (и прежде всего государственного Сбербанка), так и внешних — за счет возможности предоставления гарантий со стороны государственных структур.

О масштабе возникающих преимуществ позволяет судить опять же оценка со стороны рынка капитала. Сравнивая динамику капитализации и доходов российских компаний с 2000 по 2008 г., можно заметить устойчивый рост обоих показателей, Их соотношение также росло, отражая более высокую оценку доллара доходов, которая с течением времени все ближе подходила к уровням, соответствующим зарубежным аналогам. Однако в случае государственного сектора рост происходил более высокими темпами, причем в определенный момент оценка доходов государственных компаний оказалась существенно выше по сравнению с частным сектором.

**Рисунок 2.4 Значения коэффициента  $P/S$  для государственных и частных компаний в период 2001–2010 гг.\***



*Источник: расчеты автора на основе данных компаний*

*\*Показатели на 2009–2010 гг. даны на основе консенсус-прогнозов «Блумберг»*

График демонстрирует динамику оценки инвесторами доходов, полученных частными и государственными компаниями в период 2001–2009 гг. Представленный временной интервал можно условно разделить на три отрезка.

1. До середины 2004 г. — оценка государственных компаний в среднем была ниже оценки частного капитала. Частные компании более активно подходили к заимствованиям на рынке капитала и поддержанию высокой капитализации.
2. Середина 2004 г. – конец 2005 г. В этот период государственный капитал оказывается в среднем дороже частного. Интерес к государственным компаниям диктуется масштабным привлечением иностранных инвестиций со стороны «Газпрома». В то же время возрастает давление на частные корпорации.
3. Начало 2006 г. – 2008 г. стоимость государственных компаний в расчете на один доллар доходов оказывается на 25–30% выше аналогичного индикатора у частного сектора. Наиболее ярко это проявляется в случае компаний, оказывающихся в фокусе текущей государственной политики. В качестве примера можно привести либерализацию рынка акций ОАО «Газпром», интенсивное привлечение инвестиций среди дочерних компаний РАО «ЕЭС», переход под государственный контроль группы «АвтоВАЗ».

Следует отметить, что показатель соотношения капитализации и доходов у государственных компаний распределен в широких границах: в то время как две компании («Газпром» и «Роснефть») вырвались далеко вперед по уровню

привлекательности в глазах инвесторов, все прочие компании государственного сектора, присутствующие на рынке, лишь к началу 2008 г. достигли уровня оценки, свойственного представителям частного капитала. Тем не менее, ускоренная динамика роста показателя *P/S* у компаний государственного сектора свидетельствует об укреплении их позиций в рассматриваемый период. Доступ к системе государственных закупок и финансированию со стороны госбанков играет важную роль в обеспечении стабильных условий для развития, что находит отражение в стоимости их капитала. В 2008 г. роль этих факторов только возросла, в результате разразившегося мирового финансового кризиса.

### **2.2.9 Российская корпоративная модель в кризис 2008–2009 гг.**

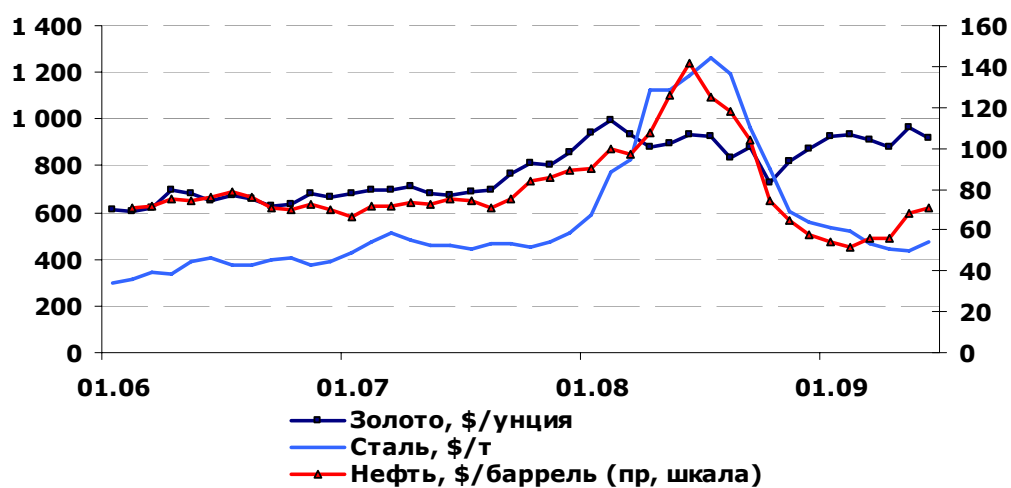
Несмотря на многочисленные недостатки сформировавшейся в России модели капитализма, в 2007 г. были достигнуты рекордные темпы роста ВВП — 7,8%. В течение предшествовавшего десятилетия стране удалось практически полностью погасить свой внешний суверенный долг, накопить золотовалютные резервы, размер которых превысил 500 млрд долл. США. Исключительно благоприятная конъюнктура на экспортных рынках обеспечивала позитивное сальдо торгового баланса и стабильный профицит государственного бюджета. Национальные корпорации, пользуясь наличием дешевых кредитных ресурсов, активно расширяли свое присутствие на зарубежных рынках, инициируя процессы слияний и поглощений с зарубежным капиталом.

Ситуация резко изменилась во второй половине 2008 г., когда вслед за разразившимся мировым финансовым кризисом российские компании столкнулись сразу с несколькими острыми проблемами. Оставляя за рамками нашего исследования их связь с глобальной рецессией, отметим, что ее роль сводилась прежде всего к катализации развития кризисной ситуации в России. В настоящее время еще нет достаточных оснований говорить о перспективах скорого выхода из кризиса, равно как и указывать на однозначные причины того, почему Россия оказалась в числе наиболее остро пострадавших от кризиса стран. Тем не менее можно отчетливо проследить роль государства и представителей корпоративной элиты в создании предпосылок для усугубления ситуации в российской экономике. Перечислим эти проблемы и рассмотрим роль национальных групп интересов в их развитии.

**1. Падение цен на ключевые экспортные позиции.** Наиболее остро на положении российских компаний сказалось стремительное ухудшение конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках. В особенности это коснулось компаний энергетического сектора и металлургии, продукция которых поставлялась на экспорт. Падение цен на нефть и сталь, а также смежные с ними товары, варьировалось в диапазоне от 60 до 80%. Эффект от падения котировок, как правило, не приводит к немедленному ухудшению финансовых

показателей (благодаря существованию долгосрочных договоренностей и хеджирующим цену контрактам). Однако в данном случае ситуация усугублялась действием других факторов. Предшествовавшие кризису пиковые уровни цен по многим товарным позициям стимулировали предприятия к активному наращиванию мощностей, увеличению инвестиционных программ, привлечению дополнительного финансирования, поглощению конкурирующих игроков за рубежом. Расчет на сохранение благоприятных условий в дальнейшем подстегивал предпринимателей к проведению активной стратегии расширения, что провоцировало рост издержек, а также способствовало разгону инфляции. Дополнительные доходы от экспорта усиливали положение наиболее активных групп интересов и, в особенности, компаний, ассоциированных с государством. На практике это способствовало обострению борьбы за активы, причем одновременно ухудшалось положение зарубежных инвесторов, позиции которых оказались наименее защищены от посягательств со стороны национальных игроков.

**Рисунок 2.5. Мировые цены ключевых сырьевых товаров в ценах 2008 г.**



Источник: ИК «Финнам» [сайт]. URL: <http://www.finam.ru> (дата обращения: 01.09.2009 г.)

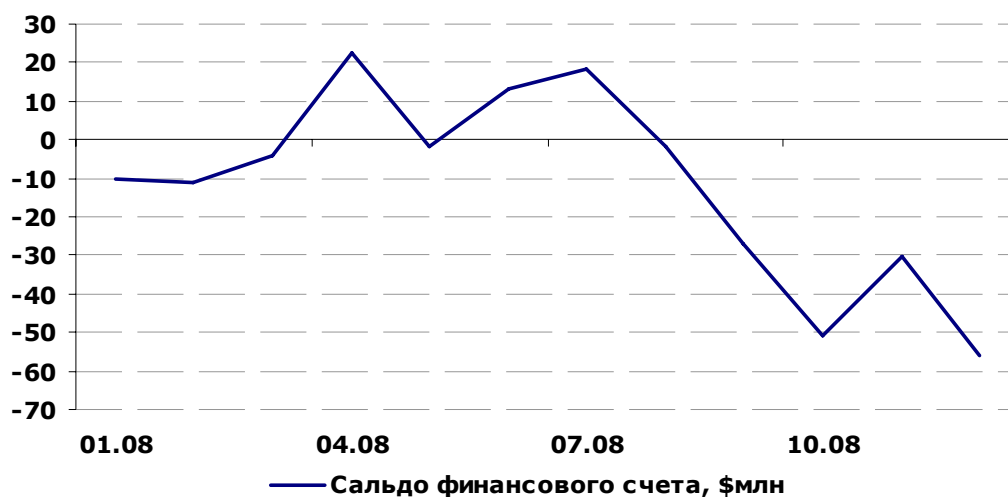
Разворот ценовой конъюнктуры показал, что многие из предпринимавшихся до этого шагов были бессмысленными и несли дополнительные издержки, которые теперь необходимо компенсировать в значительно менее выгодных условиях.

**2. Отток портфельного капитала.** Снижение капитализации и вывод портфельных инвестиций с фондовых рынков затронули все страны мира. Средства переводились в более надежные активы, в роли которых по традиции оказались казначейские облигации США и золото – единственный металл, который во время кризиса не потерял в стоимости, а выиграл. В то же время российский фондовый рынок терял деньги инвесторов ощутимо быстрее, чем в других странах, включая те, которые обладают сходной структурой

экономики. Кроме того, если уже в начале 2009 г. большинство фондовых индексов в мире начали постепенно восстанавливаться, то в случае российских индикаторов этот процесс заметно задержался и происходил более медленными темпами.

Особенно пагубная роль падения фондового рынка заключалась в том, что до этого портфельные инвестиции рассматривались в качестве одного из важнейших источников финансирования проектов. Теперь этот канал оказался недоступен, а намеченные крупные публичные размещения акций оказались бессмысленными. Кроме того, рыночные котировки часто служили основой для оценки стоимости компаний, которая использовалась при заключении сделок при поглощениях, при оценке балансовой стоимости уже приобретенных активов, а также при предоставлении кредитов под залог акций. Падение котировок спровоцировало волну пересмотра предварительных сделок о покупке компаний с последующей чередой исковых разбирательств в судах международных инстанций. Переоценка долгосрочных инвестиций по более низкой стоимости также сыграла негативную роль, поскольку привела к отражению громадных «бумажных» убытков в отчетах о прибылях и убытках за 2008 г. и лишила акционеров дивидендов, на которые они рассчитывали. Наиболее пагубную роль сыграло снижение стоимости залогового обеспечения по кредитам банкам, поскольку последние потребовали внесения дополнительного залога либо досрочного погашения кредитов.

**Рисунок 2.6 Ежемесячный приток/отток капитала из РФ, млн долл. США**



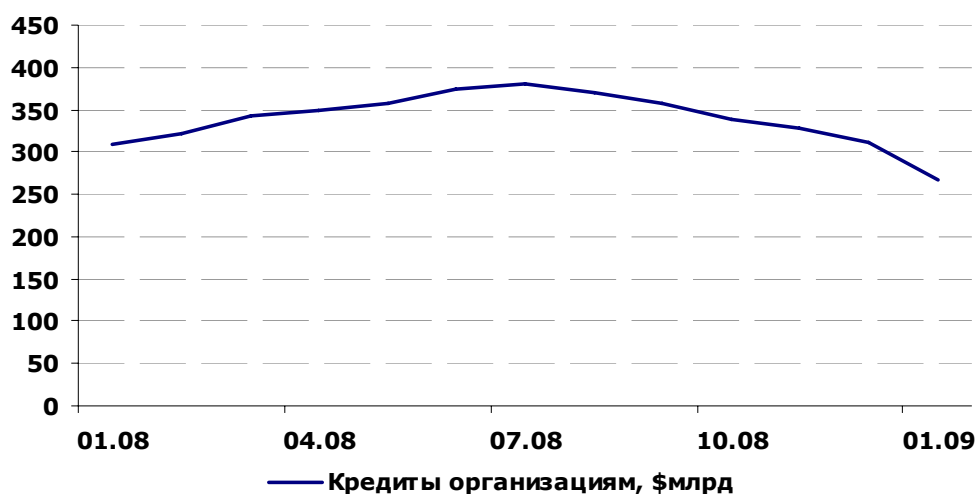
Источник: ЦБ РФ [сайт]. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 01.09.2009 г.)

**3. Сжатие кредитного рынка.** Необходимость погашать кредиты усугублялась рядом обстоятельств. Во-первых, традиционно используемый механизм рефинансирования оказался практически недоступен рядовым заемщикам. Новые кредиты со стороны российских банков были доступны только по высоким ставкам на уровне 20% годовых. Экстренно организованное финансирование со стороны госбанков (Внешэкономбанк,

Сбербанк, Внешторгбанк и Росбанк), которое опиралось на субсидирование из специального стабилизационного фонда, распределялось преимущественно среди ассоциированных с государством сторон. В то же время зарубежные кредиторы крайне неохотно соглашались на рефинансирование обязательств российских компаний, поскольку сами оказались в сложном положении на фоне мирового финансового кризиса. Принимая во внимание то обстоятельство, что зарубежные кредиты играли важнейшую роль в экспансии российского бизнеса, возникла реальная угроза потери нынешними собственниками контроля над своим имуществом и перехода прав собственности к иностранным лицам.

Отдельно стоит указать на то, что большинство выдававшихся российским компаниям кредитов в последние годы были краткосрочными. Это означает, что возврат средств требуется в течение года, а следовательно, постоянно необходимо иметь доступ к источникам рефинансирования. Отсутствие собственной развитой банковской системы лишь усугубляло положение заемщиков, которые оказались лишены этого доступа.

**Рисунок 2.7 Объем кредитов, выданных российской банковской системой предприятиям, к началу 2009 г. начал быстро сокращаться (млн долл. США по месяцам)**



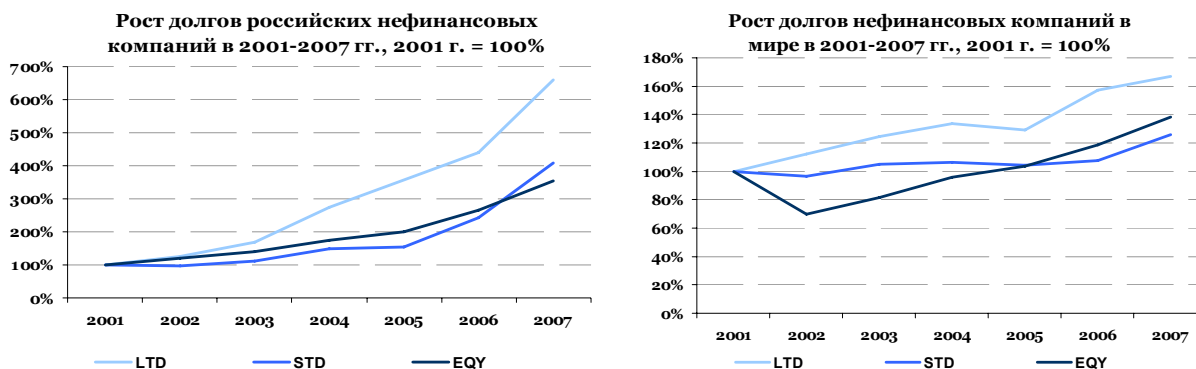
Источник: ЦБ РФ [сайт]. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 01.09.2009)

**4. Деформация финансового сектора и кризис неплатежей.** Неспособность российских банков восполнить назревшую потребность национальной экономики в кредитных ресурсах, в сочетании с блокированием доступа к средствам зарубежных кредитных институтов, спровоцировала разрушительные тенденции в финансовом секторе. Доля участия банковского сектора в кредитовании отечественного бизнеса также трансформировалась в проблему возврата выданных кредитов. Поскольку банки тоже участвовали в размещении средств на фондовом рынке и опирались на рыночные котировки при оценке инвестиций, падение индексов негативно отразилось на величине

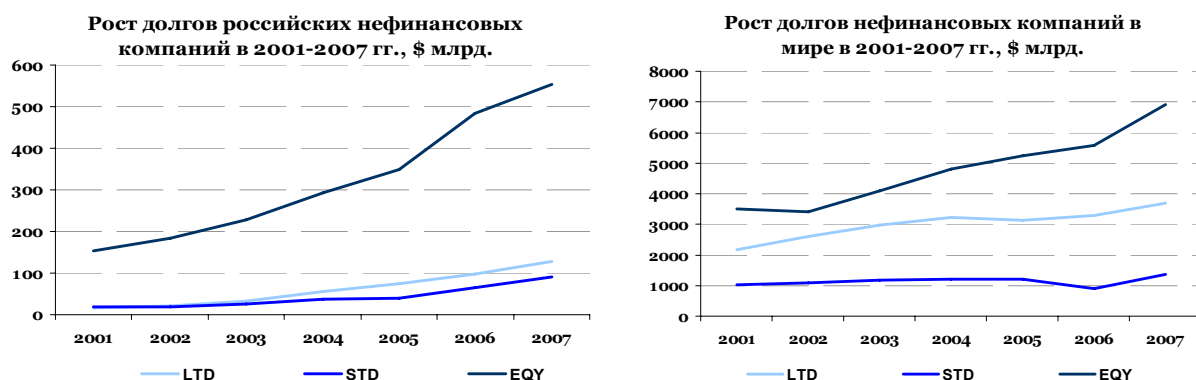
активов банковской системы и ее способности выполнять функцию кредитования экономики. Как следствие, пострадали не только корпоративные заемщики, использующие заемный капитал для инвестиций, но и большинство компаний, берущие кредиты для пополнения оборотных средств. Таким образом, нехватка кредитов затронула все отрасли, связанные с торговлей, что привело к парализации внутреннего спроса и, несомненно, способствует затягиванию стадии выхода из кризиса.

Следствием этого стал укоренный процесс увеличения задолженности корпоративного сектора. Чтобы дать количественную оценку этому процессу, мы проанализировали отчетность 709 российских компаний в период с 2000 по 2007 г.

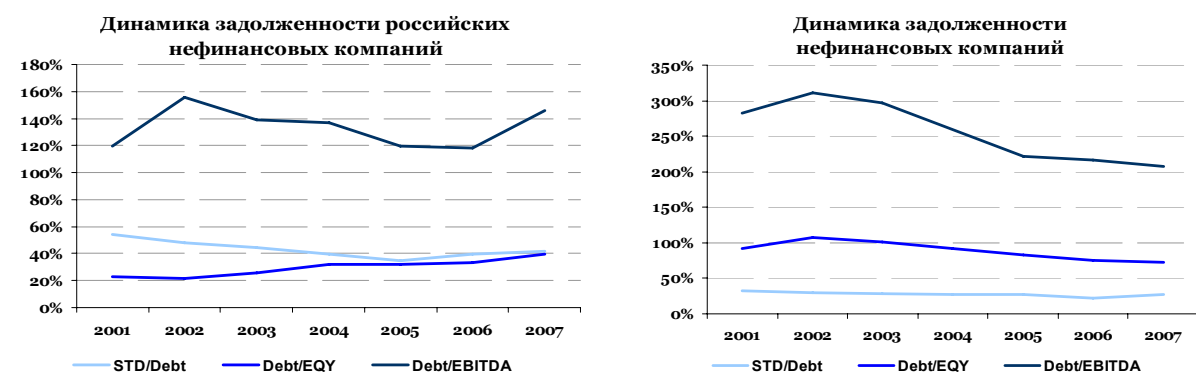
**Рисунок 2.8 Сопоставление динамики структуры задолженности российских и зарубежных компаний в 2001–2007 гг. \***



Темпы роста краткосрочной задолженности в России существенно превышают увеличение данного показателя у зарубежных производителей. Показательно, что за 6 лет рост задолженности (как краткосрочной, так и долгосрочной) превысил динамику собственного капитала компаний.



В абсолютных величинах оба вида задолженности у российских компаний составляют существенно меньшую долю относительно капитала по сравнению с зарубежными компаниями.



Относительно показателя EBITDA и собственного капитала совокупная задолженность у российских компаний существенно ниже, чем у зарубежных производителей. Однако традиционно в структуре долга значимую долю составляет краткосрочный долг.

Источник: расчеты автора на основе финансовой отчетности 709 компаний за 2001–2007 гг.

(\* ) STD – краткосрочная задолженность;

LTD – долгосрочная задолженность;

EQY – собственный капитал;

EBITDA – чистая прибыль до вычета налогов, процентных расходов и амортизации.

Следствием названных проблем явилось то, что российский фондовый рынок оказался в числе наиболее пострадавших в результате мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 г. Более чем трехкратная просадка индекса РТС стала прямым следствием оттока зарубежного портфельного капитала и спровоцированных этим проблем в банковской системе. Очевидно, что масштаб проблем, с которыми столкнулись инвесторы, лежит за гранью возможностей национальных регуляторов, и на данный момент элементарно не существует способа спрогнозировать, когда эти проблемы будут разрешены. В случае России их успешное разрешение зависит от последовательного выполнения трех условий: 1) восстановление системы кредитования и обращения ликвидности между предприятиями; 2) возобновление притока капитала инвесторов на российский фондовый рынок и 3) завершение рецессии в глобальной экономике. До тех пор, пока эти условия не будут выполнены, нельзя рассчитывать на оценку рыночных активов по их справедливой стоимости. Тем не менее, можно сделать определенные предположения относительно сроков реализации по каждому из этих пунктов.

1. Система платежей, которая в докризисный период была во многом завязана на краткосрочные кредиты, может быть восстановлена только вместе с доверием в производственной и банковской сфере. Этот процесс может растянуться на 2010 г., однако очевидно, что его последствия могут быть смягчены активной денежной политикой властей, которая проводится с начала 2009 года. Есть свидетельства работы механизма рефинансирования взятых компаниями кредитов, что указывает на потенциальную разрешимость сложной ситуации с задолженностью, а следовательно, на то, что худшее уже позади. С другой стороны, пока еще многие компании не исчерпали запасов, накопленных в докризисный период, и если в среднесрочной перспективе не наступит улучшения конъюнктуры на товарных рынках, большое число предприятий ожидает банкротство.
2. В течение осени 2008 г. российский рынок стал одним из лидеров по темпам снижения удельной капитализации, приходящейся на долю доходов и капитала компаний. Вывод средств инвесторов в более надежные инструменты был связан прежде всего с неопределенностью относительно дальнейших перспектив и с паникой. Однако по этой же причине можно рассчитывать на обратное движение портфельных вложений в настоящий момент, по мере появления четкости картины дальнейшего развития и стабилизации ситуации. Уже очевидно, что положение зарубежных производителей не лучше, а часто — хуже, чем у их российских конкурентов. Это весомый аргумент в пользу перераспределения инвестиций в

пользу более надежных и рентабельных российских активов, который можно использовать при условии решения проблем с кредитными ресурсами.

3. Наконец, постепенный выход мировой экономики из рецессии следует считать наиболее долгосрочным фактором восстановления роста на фондовых рынках, который начнет действовать не ранее 2010 г. Однако именно он будет способствовать росту капитализации впоследствии, поскольку будет сопровождаться интересом к законсервированным на время сырьевым активам и, в частности, к тем, которые расположены в России.

Оценивая перспективы роста фондового рынка, необходимо учитывать прежде всего первые два фактора, действие которых растянется на 2009–2010 гг. Разрешение проблемы взаимных неплатежей и формирование привлекательных условий для внешних инвестиций — задачи, которые лежат в плоскости реальных возможностей для России, а значит, несут в себе основной потенциал роста.

## ***Выводы по второй главе***

На начальных этапах становления крупного бизнеса в развивающихся странах важную функцию в его развитии берет на себя государство. Роль и степень вмешательства государства могут отличаться в зависимости от особенностей конкретной экономики. Отличия касаются также методов и задач, преследуемых государственными деятелями. Во второй главе были рассмотрены примеры стран Азии и Латинской Америки, иллюстрирующие историю формирования взаимоотношений государства и корпоративного сектора в XX в. Сценарий, по которому сегодня развивается российская экономика, отличается от этих примеров по отдельным пунктам, однако ряд общих черт позволяет выделить также единые закономерности в эволюции взаимоотношений субъектов экономики.

Формирование корпоративного сектора в странах Азиатского региона преследовало прежде всего цель восстановления промышленности после разрушений, которые происходили в ходе войн середины XX столетия. Задача ускоренной модернизации требовала максимальной концентрации ресурсов на приоритетных направлениях, что диктовало введение контроля над распределением банковских кредитов и расстановкой ключевых кадров в управлении корпорациями. Селекция наиболее значимых в стратегическом отношении компаний лежала на специально создаваемых для этого министерствах развития, деятельность которых базировалась на долгосрочных планах, составляемых правительством. Максимальная мобилизация ресурсов населения, требовавшаяся для выполнения этих планов, находила отражение в особенностях, присущих национальным моделям ведения бизнеса, которые закрепились за компаниями в соответствующих странах. К ним можно отнести высокий уровень влияния коллективов на деятельность отдельных индивидуумов, склонность к максимизации доли сбережений в использовании доходов населения, создание разветвленной иерархической структуры в корпоративном строительстве. Опыт развития во второй половине XX в. показывает, что модели развития, основанные на подобных особенностях, предоставляют возможность достичь существенного ускорения темпов роста на начальных этапах формирования бизнеса. Однако высокая степень зависимости от внешних ресурсов, которая достигается в результате гипертрофированной ориентации экономической активности на экспорт, приводит к высокой подверженности действию международных флуктуаций на рынках товаров и капитала.

Модель «коррупционного капитализма» (*crony capitalism*), распространение которой в наибольшей степени характерно для стран Латиноамериканского региона, также

является примером активной позиции государства, занимаемой по отношению к национальной корпоративной среде. Следует, однако, указать, что исходно задача системной модернизации здесь не ставилась на первое место. В то же время наличие природных ресурсов создавало предпосылки для конкуренции между каналами распределения доходов от их экспорта. Наиболее сильными претендентами в этой ситуации оказывались представители власти, которые брали под контроль предприятия в наиболее доходных секторах экономики и перераспределение ресурсов в пользу всех остальных отраслей. Подобная модель характеризуется высокой стабильностью, при условии, что сохраняется баланс между интересами всех участвующих в распределении ресурсов сторон. Главная угроза для подобной модели заключается в нарушении данного баланса, которое может проявиться в том, что одна из сторон стремится расширить сферу своего влияния путем доступа к внешним источникам ресурсов, включая финансирование из-за рубежа. Подобный сценарий событий наглядно проиллюстрировал мексиканский долговой кризис, который разразился после того, как государственный сектор оказался неспособен справиться с объемом внешних долговых обязательств из-за ухудшения конъюнктуры на рынках энергоносителей в начале 1980-х гг. Стремясь вывести страну из затяжного кризиса, последовавшего за обвалом цен на нефть, правительство Мексики выбрало стратегию ориентации на максимальную открытость экономики, присоединившись к регламентирующим правилам торговли союзам организациям ГАТТ и НАФТА. Это позволило достичь определенной стабилизации экономики в последующий период, однако не сняло проблемы зависимости от торговых партнеров, а также усложнения условий ведения бизнеса для производителей импортозамещающих товаров.

Так же как и в других развивающихся странах, в России важнейшую роль на первых этапах становления крупного бизнеса играло государство. В наследство от своего предшественника — СССР — страна получила разбросанные по территории, мало связанные между собой активы, функционирование которых блокировалось новыми границами, прочерченными на территории СНГ, отсутствием культуры экономического посредничества и реагирования на запросы рыночного покупателя. В этих условиях главной задачей государства было преобразование громоздких управляемых из центра министерств в автономные, действующие по законам рыночной экономики субъекты, которые должны были работать эффективнее и успешнее предшествовавших им структур.

Однако, в отличие от других стран, где подобная задача решалась с помощью проведения активной промышленной политики либо интенсивного привлечения зарубежного капитала, в России был избран иной путь — передача государственной собственности преимущественно в руки резидентов, причем по заведомо низкой

стоимости (по аналогичному пути пошли Молдова и Грузия). С одной стороны, это давало большие преимущества «инсайдерам» — директорам и рабочим предприятий, которые получали возможность легко обрести контроль над своими предприятиями. Но с другой стороны, возникал вопрос о легитимности новых собственников — ведь они получили свою собственность не за счет постепенного накопления капитала и правильного инвестирования, а путем проведенного в очень сжатые сроки передела государственной собственности с широким использованием недостатков существующего законодательства и неправильным его применением. Сегодня те нарушения, которые были допущены десять–пятнадцать лет назад, нередко оказываются во главе угла проблем, возникающих у отечественных предпринимателей. Однако основной причиной противоречивости нынешнего этапа становления капитализма в России являются вовсе не отдельные ошибки, допущенные в ходе приватизации первой половины 1990-х гг. Без них не обходилась ни одна приватизация в мире. Но тот факт, что государство нередко использует эти ошибки в качестве предлога для ущемления интересов частных компаний, означает, что в обществе не закрепились осознаваемая легитимность частной собственности на активы, полученные в ходе приватизации. Не исключено, что если бы использовалась иная схема приватизации — с привлечением крупных инвесторов и продажей государственных предприятий за деньги, было бы иным и отношение к покупателям таких предприятий. Такой вариант в большей степени удовлетворял бы интересам иностранных инвесторов (как это случилось в Венгрии, Болгарии и Эстонии) и привел бы к совершенно иному раскладу сил в экономике.

Механизм приватизации, который был выбран в России, не предполагал получения отдачи в краткосрочном периоде. Главной задачей продажи собственности по ваучерной схеме было возникновение крупных игроков национального рынка, и на первых этапах реформ государство старалось всячески содействовать этому процессу. Однако наступившая впоследствии фаза пересмотра итогов отношений между государством и сформировавшимися частными предприятиями стала неизбежным результатом использованной схемы быстрой приватизации. И все же можно утверждать, что к настоящему времени процедура институционального оформления частной собственности вышла на уровень, на котором модель корпоративного устройства, сложившуюся в России, следует признать сформировавшейся и устойчивой. Для обоснования этого тезиса в третьей главе проводится сравнительный анализ российских компаний с представителями зарубежных стран — на предмет оценки остаточных рисков, связанных с инвестированием в национальные рынки капитала.

## **Глава 3. Мировой рынок капитала как инструмент оценки эффективности российской корпоративной модели**

### **3.1 Значение рынка капитала для стимулирования развития национальных корпораций**

Рассмотрев основные этапы эволюции крупного бизнеса в странах Юго-Восточной Азии, Латинской Америки и в России, мы установили основные закономерности взаимодействия различных групп интересов в характерных моделях развивающихся экономик. Очевидно, что качественный анализ, базирующийся на сопоставлении различных временных промежутков, не может дать однозначную характеристику результатов этого развития. Однако быстрое развитие финансовых рынков в последние годы позволяет использовать для анализа институционального прогресса другой подход, основанный на изучении издержек корпораций при поиске финансирования. В третьей главе мы воспользуемся моделью рынка капитала для получения количественной оценки достигнутого уровня развития институтов и роли рисков в формировании стоимости заемных средств для крупных российских компаний. Наш анализ базируется на результатах сопоставления динамики капитализации отечественных эмитентов с их зарубежными конкурентами в соответствующих отраслях. Оценка рисков осуществляется с помощью индексов, выделяющих реальную компоненту в стоимости капитала.

Фондовый рынок является неотъемлемой составляющей системы источников внешнего финансирования для компаний практически любой страны. Для России эта составляющая особенно важна, поскольку альтернативные способы заимствования — корпоративные облигации и банковские кредиты — традиционно играли здесь ограниченную роль. По словам В. С. Автономова, приведенным в коллективной монографии «Переходная экономика», «Одной из ключевых проблем, затруднивших экономические реформы в России и стоящих на пути возобновления экономического роста, является разрыв между реальным и финансовым секторами экономики... Система финансовых институтов в нашей стране создавалась практически заново и особенности ее формирования наложили отпечаток на развитие российской экономики в период реформ»<sup>91</sup>.

Фондовый рынок может выступать в роли альтернативного канала воздействия на стратегию предприятий, создавая конкуренцию системам, основанным на механизме госзакупок. Удовлетворение интересов покупателей с целью получения прибыли в

---

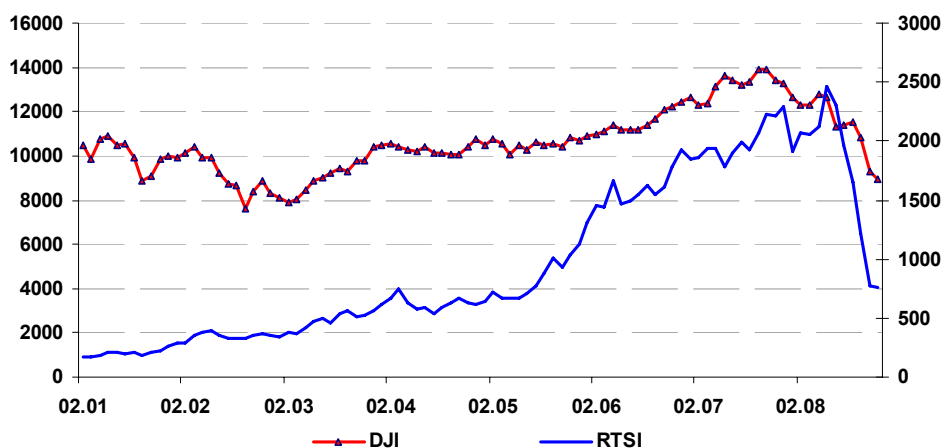
<sup>91</sup> Переходная экономика. Аспекты, российские проблемы, мировой опыт. М. : ИМЭМО, 2005, С. 16.

противовес решению государственных задач в обмен на субсидирование — это ключевая парадигма, формирующая данный источник частных инвестиций.

Помимо обеспечения финансирования проектов компаний, рынок решает еще ряд задач, таких как концентрация информации об экономическом состоянии эмитентов, адекватная оценка их потенциала и, соответственно, формирование представления о цене. Информационная функция является одной из базовых функций финансовой системы, выделяемых экономистами<sup>92</sup>. В этой главе мы проведем анализ информации, заложенной в структуре рыночной стоимости, и постараемся выяснить, как формируется восприятие рисков ведения бизнеса в России.

Традиционно для измерения динамики фондовых рынков используются индексы. Практически любой рынок имеет десятки индексов, отражающих распределение стоимости между различными группами торгуемых активов. В такие индексы, как американские *NASDAQ* и *Dow Jones*, европейский *FTSE-100*, японский *Nikkei* или российский РТС (см. рис. 1), включаются сотни ценных бумаг, с тем чтобы дать наиболее адекватное представление о динамике стоимости рынка в целом или его части. Однако такие обобщающие индексы оставляют за кадром факторы, которые стоят за их изменением.

**Рисунок 3.1. Сравнение индексов DJI и РТС**



Источник: ИК «Финам» ([сайт]. URL: <http://www.finam.ru/>)

Для анализа этих факторов рассмотрим структуру рыночной капитализации. Традиционно считается, что стоимость компании является отражением представлений инвесторов о ее будущих доходах, в частности, той их части, которая будет выплачиваться в форме дивидендов. Эти представления, в свою очередь, определяются, во-первых, фундаментальными параметрами компаний, которые генерируют эту

<sup>92</sup> Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence // NBER working paper 10766, September 2004; см. также обзор концепций — Рубцов Б.Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики // Финансовые институты и экономическое развитие. М. : ИМЭМО РАН, 2002. С. 13–54.

доходность, — особенностями производства, во-вторых, рисками изменения доходности вследствие колебаний цен, политических событий и т. д. и, в-третьих, субъективными аспектами отношения инвесторов к определенным активам, которые могут меняться с течением времени.

Из перечисленных факторов первый может быть достаточно четко детерминирован с помощью финансовой отчетности компаний. В то время как второй и третий представляют собой неопределенную составляющую, которая отражает отношение инвесторов к перспективам изменения стоимости.

В случае отдельно взятой компании это подразумевает следующие ключевые группы рисков:

- 1) риски изменения рыночной конъюнктуры;
- 2) риски управления компанией;
- 3) правовые риски;
- 4) общеэкономические риски;
- 5) колебания конъюнктуры на финансовых рынках.

**Рисунок 3.2. Структура капитализации**



Рассмотрим коротко указанные виды рисков.

**Риски изменения рыночной конъюнктуры** сегодня в значительной мере выравниваются механизмами международной торговли. Поэтому в дальнейшем мы будем исходить из предпосылки, что ценовые риски едины для компаний, принадлежащих к одной отрасли, но расположенных в разных странах, и, следовательно, не оказывают принципиального воздействия на стоимость компании относительно отрасли. В случае отраслей с существенными ограничениями на пути трансграничной торговли, фактор локальной рыночной конъюнктуры, несомненно, может играть важную роль. Однако в России вес таких отраслей в совокупном национальном продукте сравнительно невелик. Кроме того, невозможность экспорта или импорта товара может быть компенсирована перетоком зарубежного капитала в соответствующий сектор, при условии, что для этого нет законодательных ограничений.

**Риск управления компанией** индивидуален для каждого отдельного представителя отрасли и при рассмотрении большой выборки компаний не оказывает принципиального воздействия. Широкая практика привлечения иностранных специалистов на руководящие должности компенсирует различия между моделями управления в России и за рубежом.

**Общэкономические риски**, связанные с неверной экономической политикой, следует рассматривать в разрезе объектов, на которые она направлена. Так, риски неверной денежно-кредитной политики, как и риск национального дефолта, находятся сегодня на минимальном уровне: значительный размер золотовалютных резервов обеспечивает стране возможность пережить практически любой кризис. Риски ужесточения налоговой нагрузки также пока не рассматриваются — налоговая реформа в целом уже проведена и принципиальное изменение действующего законодательства пока на повестке дня не стоит. В то же время риски микроэкономической политики, касающейся специфических секторов экономики и отдельных компаний, остаются актуальным вопросом и в целом оказывают сильное воздействие на формирование стоимости и потоки капитала.

Что касается пятой группы рисков — **колебаний на финансовых рынках**, то их следует рассматривать как неотъемлемую составляющую торговли любыми активами и финансовыми, в частности. Объяснение этих колебаний часто лежит в области не экономического, а психологического анализа. Рассмотрение природы этих движений выходит за рамки целей данной работы. Поскольку рассматриваемый нами период достаточно продолжителен, мы будем предполагать, что роль конъюнктурных колебаний на нем незначительна.

Тем не менее важно учесть, что риск изменения конъюнктуры на российском финансовом рынке в значительной мере нивелируется тем, что внутренняя конъюнктура фактически определяется зарубежными инвесторами, которые диктуют свои цены на российские активы. Об этом достаточно убедительно свидетельствует высокая корреляция между динамикой ведущих зарубежных и российских фондовых индексов. Таким образом, внутренняя конъюнктура почти полностью зависит от глобальной, а следовательно этот фактор также не является специфическим для оценки стоимости российских активов.

Остающаяся **группа правовых рисков** в совокупности с рисками микроэкономической политики характеризует единый параметр — качество реализации институционального устройства в стране и соответствующий ей уровень защиты прав собственности. Вычленив эту составляющую, мы сможем дать количественную оценку степени завершенности формирования взаимоотношений между ключевыми рыночными агентами: частными корпорациями и государством.

Еще раз отметим, что анализ рисков производится сквозь призму процессов, протекающих на рынке заемного капитала, поэтому актуально говорить не столько о самих рисках, сколько об их восприятии международным инвестиционным сообществом.

В связи с этим разумно дополнить анализ дополнительной предпосылкой о рациональности поведения инвестиционных рынков и подчиненности целей игроков главному результату — извлечению прибыли из проводимых операций.

В качестве главного инструмента анализа мы будем использовать так называемые индексы реальной стоимости, которые позволят выделить в структуре стоимости две составляющие: — связанную с изменением производственных параметров (1) и возникающую вследствие рассмотренных выше рисков (2).

### **3.2 Доходный и сравнительный подходы к оценке капитала**

Среди различных подходов, применяемых при оценке справедливой стоимости компаний принято выделять три основных: доходный, сравнительный и затратный. Каждый из них основывается на финансовых данных компании (хотя могут использоваться и натуральные показатели) и призван давать итоговую оценку капитализации компании. Коротко перечислим их основные особенности и обоснуем использование наиболее подходящего для наших целей.

Доходный подход, иначе именуемый методом дисконтирования денежных потоков (*Discounted Cash Flow, DCF*), представляет собой результат построения финансовой модели предприятия с целью получения прогнозных значений генерируемого денежного потока. Этот денежный поток приводится к уровню текущих цен (дисконтируется) и суммируется. Получаемая сумма отражает совокупный доход владельцев, и, после некоторых корректировок, являет собой оценку компании.

Сравнительный подход исходит из того, что компания, обладающая определенными параметрами (выручкой, прибылью, структурой производства), должна иметь стоимость, аналогичную рыночной стоимости сопоставимых компаний (с близкими параметрами). Путем расчета усредненных параметров для соответствующей группы сопоставимых компаний можно получить приблизительную оценку компании с заданными параметрами.

Затратный подход использует в качестве исходных данных оценку стоимости, по которой можно купить активы компании, чтобы воспроизвести аналогичное предприятие или продать (в том случае, если цель оценки — продажа бизнеса).

Преимущества и недостатки этих подходов подробно описаны в литературе, посвященной аспектам инвестиционной оценки<sup>93</sup>. Здесь же остановимся лишь на основных из них.

---

<sup>93</sup> Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов; пер. с англ. – 2-е изд., исправл. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. С. 14.

**Доходный подход.** Точность результата, получаемого по этому методу, прямо пропорциональна степени детализации, с которой составляемая модель соответствует моделируемому бизнесу и точности, с которой производится прогноз будущих доходов. Основной недостаток подобной оценки определяется тем, что требуется прогноз на достаточно долгий срок (как правило, не менее 10 лет), в то время как составление прогноза даже на один год в условиях нестабильной экономики порой бывает проблематичным. На этом этапе вносится большая доля субъективности экономиста, ведь от его мнения относительно будущих трендов в экономике зависит текущая оценка стоимости компании.

**Сравнительный подход.** Точность оценки в рамках этого подхода напрямую зависит от того, насколько качественно исследователи подошли к подбору компаний-аналогов в группу для сравнительного анализа. Помимо этого, на точность оценки влияет текущая рыночная конъюнктура на рынке капитала для данного вида компаний. А это заведомо означает, что результат оценки будет краткосрочным, поскольку на длительном отрезке может измениться отношение инвесторов ко всей отрасли.

**Затратный подход** наиболее сложен технически, поскольку требует большого объема информации о структуре активов компании и ценах на эти активы (часто в условиях низкой ликвидности). Кроме того, большую сложность представляет собой оценка таких активов, как человеческий капитал и репутация (торговые марки, имидж).

Преследуя цель оценки большого количества активов, мы вынуждены исходить из двух ограничений:

- Нехватка стандартизованных данных о структуре активов компаний. В наличии, как правило, оказываются лишь показатели финансовой структуры, которые часто искажают реальную картину состояния активов в силу особенностей бухгалтерского учета.
- Невозможность построения детального прогноза финансовых потоков сразу для многих присутствующих на рынке эмитентов.

Таким образом, в связи с необходимостью анализировать большое количество компаний применение затратного и доходного подходов в данном случае не представляется возможным. Остается сравнительный подход, который лишен указанных недостатков, поэтому мы будем его в дальнейшем использовать. При этом недостаток данного подхода, обусловленный влиянием на результаты оценки текущей рыночной конъюнктуры, нивелируется тем, что рассматриваемый нами промежуток времени достаточно продолжителен для сглаживания краткосрочных колебаний. Кроме того, анализируя не столько отдельных эмитентов, сколько рынок в целом, включающий множество представителей из разных отраслей, мы тем самым нивелируем эффект диспропорций в потоках капитала между отраслями.

### 3.3 Построение модели оценки капитала на основе мультипликаторов

Сравнивая отношение капитализации отдельных компаний с ключевыми параметрами их финансовой отчетности, можно понять, какую цену платит инвестор, покупающий акцию эмитента за доллар его выручки, прибыли, чистых активов или за любой другой параметр. Эта информация легкодоступна практически для любой компании, представленной на рынке капитала, и дает характеристику распределения стоимости между фирмами. Разумеется, здесь действует множество оговорок, наиболее существенные из которых — недостаточно полное отражение в финансовой отчетности итогов деятельности компании и наличие индивидуальных особенностей у компаний-аналогов, не позволяющих подобрать идеальный объект для сопоставительного анализа. Однако если предположить, что оба перечисленных фактора постоянны во времени, можно использовать результаты сравнительного анализа за разные периоды — для оценки того, как менялась привлекательность ценных бумаг компании во времени. Далее, агрегируя получаемые показатели привлекательности по нескольким фирмам, образующим отрасль или страну, можно увидеть, как изменялось во времени отношение инвесторов к рискам, связанным с инвестициями в эти объекты.

Итак, теперь формулируем нашу задачу: **измерить, как изменялась оценка инвесторами рисков инвестиций в фондовые рынки разных стран и в первую очередь — в российский, а также, то как распределялись в результате средства портфельных инвесторов между отдельными секторами экономики.** Для решения этой задачи мы будем рассматривать индивидуальный уровень оценки для каждой компании, относящейся к данному рынку, а затем агрегировать полученные данные, чтобы получить оценку для рынка в целом.

Чтобы определить, насколько справедливо оценена компания мы будем опираться на три мультипликатора:  $P/S$  (отношение капитализации к выручке),  $P/E$  (отношение капитализации к прибыли),  $P/BV$  (отношение капитализации к собственным средствам), и  $EV/EBITDA$  (отношение экономической стоимости предприятия к прибыли до уплаты налогов, за вычетом процентных платежей и амортизации)<sup>94</sup>. Эти коэффициенты будут рассчитываться как для отдельных компаний, так и для отраслей<sup>95</sup>.

При делении индивидуальных коэффициентов компаний на среднеотраслевые мы получим относительные коэффициенты, по каждому из которых можно судить о том, насколько компания переоценена (значение больше единицы) или недооценена (меньше

<sup>94</sup> Веса коэффициентов в общем случае:  $P/S$  — 0,2;  $P/E$  — 0,25;  $P/BV$  — 0,25;  $EV/EBITDA$  — 0,3.

<sup>95</sup> Отраслевые коэффициенты рассчитываются после агрегирования их компонентов для компаний, по которым имеется достаточная информация.

единицы) относительно отрасли. Для получения единой меры оценки компании инвесторами мы используем средневзвешенное (геометрическое<sup>96</sup>) значение трех рассматриваемых относительных коэффициентов. Обозначим ее как *IVI* (*Investor Value Index*). *IVI* компании — это относительная мера того, насколько стоимость компании выше (если  $IVI > 1$ ) того значения, которое она могла бы иметь, если бы соответствовала среднеотраслевым величинам включенных в его расчет коэффициентов **(подробно предлагаемая нами методика расчета индекса *IVI* представлена в приложениях I-IV)**.

Теперь рассмотрим возможность построения единого индекса для сравнения между собой рынков отдельных стран. Как уже было отмечено ранее, фондовые индексы не дают адекватной картины для сопоставления. Поэтому, в частности, нередко используют такие относительные показатели, как отношение совокупной рыночной капитализации к сумме чистых собственных активов или к ВВП страны. Они дают более точную картину реальных изменений, однако их главный недостаток — игнорирование отраслевой специфики, которая у каждой страны — своя. Очевидно, что выполненное с помощью этих коэффициентов сравнение России, у которой большая часть доходов формируется в добывающих отраслях, с развитыми странами, где на первом плане — сфера услуг и отрасли с глубокой степенью переработки продукции, не вполне адекватно. Более правильным подходом является сопоставление сырьевого сектора с сырьевым, машиностроения с машиностроением и т. д. Поэтому для оценки рынков стран мы будем использовать индексы *IVI* компаний, которые рассчитываются с учетом отраслевой специфики.

Для агрегирования результатов компаний по отдельной стране воспользуемся среднегеометрическим значением *IVI* компаний, взвешенным по их условной капитализации<sup>97</sup>. Под «условной капитализацией» понимается стоимость компании при условии, что она оценена в соответствии со среднеотраслевыми характеристиками. Полученный агрегированный индекс будет отражать также факт переоценки инвесторами фондового рынка страны (при значении больше единицы), либо его недооценки (когда *IVI* меньше единицы). Его экономический смысл прост: если вычесть из полученного индекса единицу и умножить на совокупную рыночную капитализацию страны, получится объем

---

<sup>96</sup> Использование среднегеометрического значения диктуется тем, что мы усредняем значения относительных коэффициентов, целевое значение которых – единица. При использовании среднеарифметического значения происходило бы значительное смещение средней величины в большую сторону (так как большие значения автоматически получают больший вес). Например, при усреднении результатов двух компаний, одна из которых недооценена в два раза, а другая — переоценена в два раза, арифметическое среднее давало бы нам результат переоценки в 1,25 раза, тогда как среднегеометрическая величина дает правильный результат – 1.

<sup>97</sup> Методика расчета агрегированного индекса *IVI* для страны (индекс *IVI* по группе отраслей — сектору считается аналогичным образом) представлена в Приложении I.

капитала, который может поступить (если значение индекса отрицательное) на рынок, если компании, расположенные в этой стране, окажутся оценены в соответствии со среднеотраслевыми уровнями. Этот объем характеризует часть стоимости, которая зависит от риска изменения будущих доходов. В том случае, когда эти риски соответствуют среднеотраслевым (среднемировым) уровням, данная величина равна нулю.

В качестве исходных данных для расчета индексов мы используем информацию о капитализации и финансовом состоянии 800 российских и 2000 зарубежных компаний из 61 страны, сгруппированных в 59 отраслей (14 секторов). Анализируемый интервал составляет 10 лет (с 2000 по 2009 г.). На этом отрезке времени можно проследить, каким образом изменялось относительное распределение средств инвесторов — как между отдельными отраслями, так и между странами.

Источниками данных для анализа выступали базы данных, предоставляющие информацию о финансовой отчетности компаний и динамике их рыночной капитализации:

1. Bloomberg (*URL*: [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)): отчетность и котировки.
2. MSN (*URL*: [www.msn.com](http://www.msn.com)): отчетность и котировки.
3. Yahoo (*URL*: [www.yahoo.com](http://www.yahoo.com)): отчетность и котировки.
4. Reuters (*URL*: [www.reuters.com](http://www.reuters.com)): отчетность.
5. Skrin (*URL*: [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)): отчетность.
6. СПАРК-эмитент (*URL*: [spark.interfax.ru](http://spark.interfax.ru)): отчетность.
7. РТС (*URL*: [www.rts.ru](http://www.rts.ru)): котировки.

### **3.4 Анализ различий в динамике рыночной стоимости российских и зарубежных активов**

Динамика изменения российского фондового рынка (по индексу РТС) в период с 2001 по 2007 г. заметно отличалась по темпам роста от рыночных индексов большинства развитых стран. К концу 2007 г. увеличение стоимости за 7 лет соответствовало 14-кратному росту, а значения индекса увеличились до 1906 пунктов (со 150–160 в начале 2001 г.). Для сравнения рост индекса Dow Jones за тот же период составил всего 16% (с 10800 до 12614 пунктов). Столь значительное расхождение в динамике объясняется принципиально разными предпосылками, которые долгое время стояли за изменением названных индексов.

Эти предпосылки характеризовались следующими эффектами (см. таблицу ниже):

**Таблица 3.1 Сравнение рисков, присущих корпоративным системам России и США**

Компоненты стоимости	Россия	США	Специфичность для страны <sup>98</sup>
Фундаментальные факторы (фактический доход)	Рост доходов экспортных отраслей	Не оправдавшие ожиданий компании отраслей «новой экономики» и недвижимости	Нет
<b>Риски изменения доходов</b>			
Риски изменения рыночной конъюнктуры	Рост цен на сырьевые товары являлся положительным фактором. В то же время низкая диверсификация экспорта и наличие барьеров на пути российских товаров в виде импортных пошлин и конкуренции на рынке представляли негативный риск	Положение принципиального импортера сырьевых товаров создало базу для замедления роста в условиях цикла роста цен на сырье	Нет
Риски управления компанией	На первом месте — риск корпоративных конфликтов, результатом которых может стать смена собственника и ущемление интересов миноритарных акционеров	Риски управления традиционно контролируются с помощью избираемых акционерами наблюдательных советов в крупных компаниях	Да
Правовые риски	Несмотря на существование качественной нормативной базы, права акционеров находятся под постоянной угрозой, в силу недостатков судебно-исполнительной системы	Права акционеров четко регулируются нормативными актами Комиссии по ценным бумагам (SEC)	Да
Общеэкономические риски	Большой объем накопленных золотовалютных резервов существенно снизил риск валютного и кредитного дефолта  Отражением этой тенденции стало стабильное снижение доходности по государственным облигациям	Главным риском для экономики США является затягивание рецессии, стимулятором которой может оказаться отток капитала из страны в результате снижения доверия к стабильности экономики. Возможности регулирования ограничены наличием больших дефицитов по торговому балансу и бюджету страны	Да/нет
Колебания конъюнктуры на финансовых рынках	Повышение статуса России в качестве перспективного заемщика, рост корпоративных и суверенных рейтингов способствовали активизации внимания к российскому фондовому рынку	Снятие перегретости в телекоммуникационном секторе, а также кризис ипотеки и финансовых компаний способствовали оттоку капитала из США на развивающиеся рынки	Да

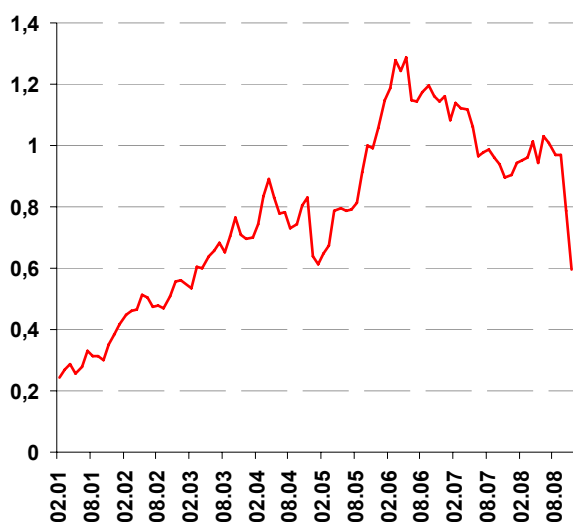
*Источник: составлено автором на основе аналитических материалов ИК «Еврофинансы» ([сайт]. URL: <http://www.eufn.ru/>) и ИК «Совлинк» ([сайт]. URL: <http://www.sovlink.ru/>) за 2005–2009 гг.*

<sup>98</sup> Под «специфичностью для страны» мы понимаем то, является ли данный компонент в структуре собственности значимым отклонением для компаний одной отраслевой принадлежности, расположенных в разных странах.

Таким образом, мы видим, что специфичными для роста стоимости российских активов являются прежде всего факторы снижения правовых и корпоративных рисков. Снижение общеэкономического риска, выражающееся в обеспечении резервными средствами на случай кризиса, нельзя рассматривать как однозначно специфичный фактор, поскольку оно происходило во всех экономиках, ориентированных на экспорт сырьевых товаров.

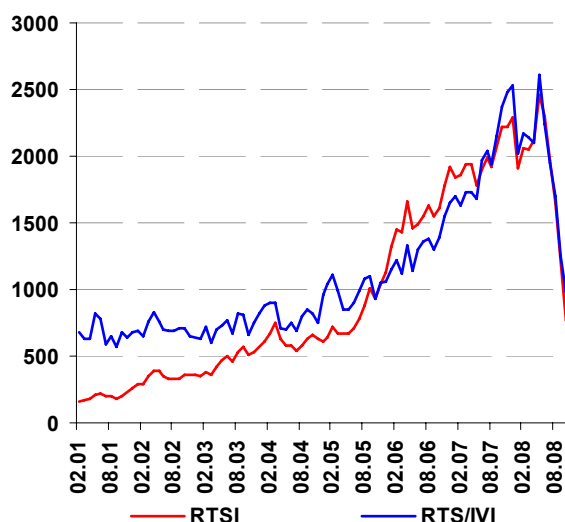
Теперь применим разработанный нами индекс *IVI* для оценки роли факторов, которые являются специфичными для страны. На начало 2009 г. значение интегрального индекса *IVI* для России составило 0,4989 — это равносильно утверждению, что средний российский эмитент недооценен относительно своих зарубежных конкурентов по отрасли на 50% (эквивалентно потенциалу роста в два раза). Эти 50% образуют в совокупности тот объем стоимости, который определяется специфичными для страны факторами. Российский *IVI* практически непрерывно увеличивался с начала 2000-х гг., когда он находился на отметке всего 20% (что означает оценку стоимости компаний в 20% относительно их потенциальной стоимости при пятикратном потенциале роста) вплоть до мая 2006 г., когда рост завершился на уровне *IVI* 118% (эквивалентно потенциалу снижения стоимости на 15%). Однако за этим последовала фаза снижения, которая продолжается до сих пор, а начиная 2007 г. рынок вновь оказался в области недооцененных значений.

**Рисунок 3.3. Динамика индекса *IVI* России**



*Источник: Биржа РТС ([сайт]. URL: [www.rts.ru](http://www.rts.ru)), расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2001–2009 гг.*

**Рисунок 3.4. Индекс РТС: фактическое значение и скорректированное на величину *IVI***



Если применить рассчитанный нами индекс *IVI* к традиционному инструменту анализа динамики российского рынка — индексу РТС, можно увидеть, какой должна была

быть его динамика, если бы российские компании находились не в России, а, условно говоря, были бы равномерно распределены по планете и обладали бы среднеотраслевыми параметрами доходов и капитала. Чтобы сделать это, достаточно значения РТС разделить на соответствующие значения *IVI*. Получившийся индекс ( $RTS/IVI$ ) отражает динамику той части стоимости российских компаний, которая обусловлена ростом в соответствующих отраслях (а это прежде всего сырьевой сектор, который демонстрировал в последние годы бурный подъем в связи с чрезвычайно благоприятной ценовой конъюнктурой). Можно констатировать, что подъем стоимости капитала в секторах, соответствующих структуре российской экономики, обеспечил рост капитализации отечественных компаний за период с 2001 г. до начала 2008 г. только в 3 раза. Напомню, что рост индекса РТС в этот период — 14,5 раза. Остающийся 5-кратный рост объясняется как раз теми факторами, которые специфичны для страны, в данном случае — для России.

Прежде чем проводить сравнение российского *IVI* с *IVI* рынков других стран, внесем ясность в то, какие компании являются определяющими для расчета индекса. Сразу оговоримся, что финансовые компании исходно не учитываются при составлении индекса, поскольку для их оценки необходимо использовать иные коэффициенты.

### **3.3.1 Роль государственной собственности в определении стоимости активов**

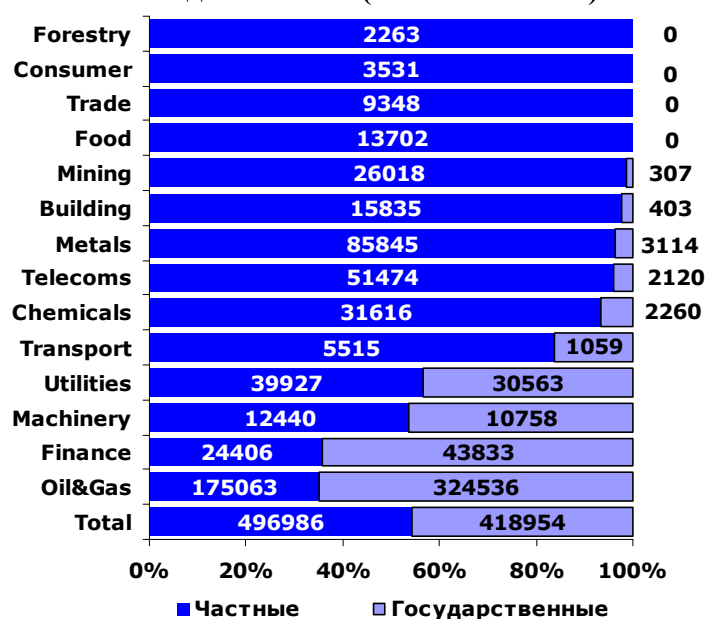
Очевидно, что компании с сильно отклоняющимися значениями *IVI* оказывают большее влияние на итоговое значение агрегированного индекса. Так, компания «Транснефть», расчетная капитализация которой крайне низка в силу небольшой ликвидности ее ценных бумаг, оказывает большее воздействие, чем такие компании, как «ЛУКОЙЛ» и ГМК «Норильский никель». В то же время государственные компании «Газпром», «Роснефть», «Газпром нефть», играющие доминирующую роль в определении индекса в силу их размера и высокого значения *IVI*, смещают агрегированное значение в область переоцененных значений. Поскольку в России факт государственного контроля над компанией имеет существенное значение для рынка ее ценных бумаг, попробуем исключить из рассматриваемой выборки крупные государственные компании. Без государственного сектора 15 крупнейших компаний в индексе выглядят следующим образом (см. таблицу ниже):

**Таблица 3.2. Веса ведущих компаний в индексе *IVI* на 01.06.2009 г.**

Частный сектор					Государственный сектор			
Компания	<i>IVI</i> , %	Капитализация, млн долл. США	Вес, %	Компания	<i>IVI</i> , %	Капитализация, млн долл. США	Вес, %	
1	ОАО «ЛУКОЙЛ»	0,67	47759	8,1%	ОАО «Газпром»	0,65	146243	25,7%
2	ОАО «ТНК-ВР Холдинг»	0,50	18692	4,3%	ОАО «НК «Роснефть»	1,55	74664	5,5%
3	ОАО «Сургутнефтегаз»	0,92	33511	4,1%	ОАО «Газпром нефть»	0,57	15409	3,0%
4	ОАО «ГМК «Норильский никель»	0,90	22694	2,9%	ОАО «ФСК ЕЭС»	0,79	10785	1,5%
5	ОАО «АФК «СИСТЕМА»	0,34	4536	1,5%	ОАО «Татнефть»	0,86	10781	1,4%
6	ОАО «МТС»	0,90	11960	1,5%	ОАО «ГидроОГК»	0,89	10800	1,4%
7	ЕвразХолдинг	0,82	10118	1,4%	ОАО «НГК «Славнефть»	1,23	8130	0,7%
8	ОАО «НЛМК»	0,95	10968	1,3%	ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз»	0,28	1379	0,6%
9	ОАО «Северсталь»	0,52	5920	1,3%	ОАО «Московский НПЗ»	0,54	2266	0,5%
10	ОАО «ВымпелКом»	1,48	13461	1,0%	ОАО «Мосэнерго»	0,70	2435	0,4%
11	ОАО «ММК»	0,57	4693	0,9%	ОАО «АВТОВАЗ»	0,31	976	0,4%
12	ОАО «НОВАТЭК»	2,12	15485	0,8%	ОАО «КАМАЗ»	0,36	1008	0,3%
13	ОАО «Сильвинит»	0,61	4115	0,8%	ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»	0,30	663	0,3%
14	ОАО «Полос Золото»	1,31	8721	0,8%	ОАО «Ростелеком»	2,90	5006	0,2%
15	ОАО «Мечел»	0,64	3955	0,7%	ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»	0,68	1159	0,2%
Прочие			–	24,5%	Прочие			2,1%
Всего				55,9%	Всего			44,1%

*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2008–2009 гг.*

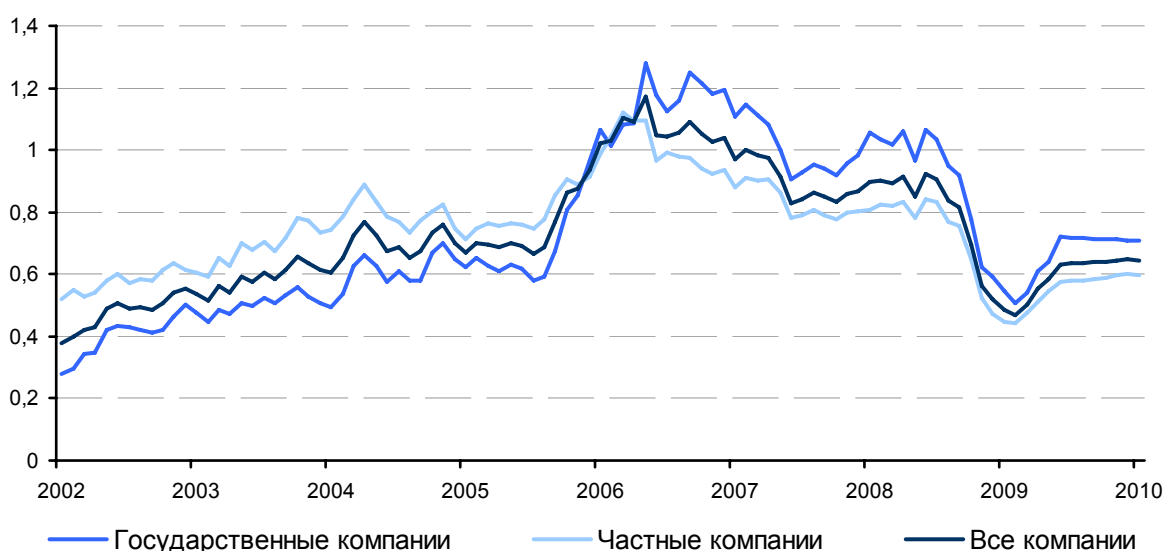
**Рисунок 3.5. Структура стоимости активов в России по отраслям, млн долл. США (на 01.09.2009 г.)**



*Источник: стоимость активов в секторах рассчитана автором на основе данных компаний, а также их текущей рыночной капитализации на 01.09.2009 г.*

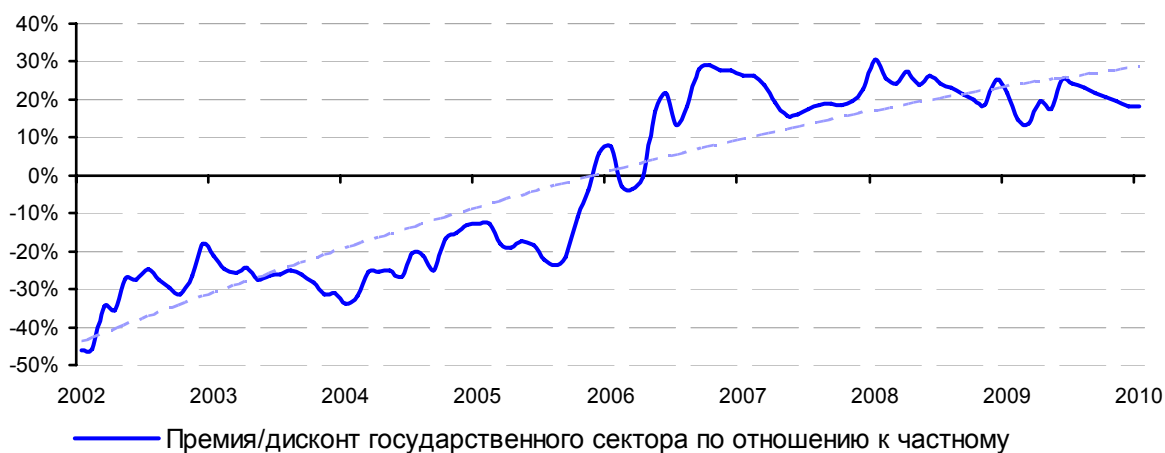
В этих условиях индекс *IVI* для рынка в целом снижается с 94% до 81,6% (на начало 2008 г.), при том что на протяжении второй половины 2006 г. средний российский эмитент оценивался практически в точном соответствии со своими зарубежными аналогами. На графиках, построенных с месячным интервалом, четко прослеживается воздействие на интегральный *IVI* эффекта дела «ЮКОСа», проявившегося в снижении интегрального показателя с апреля 2004 г. до начала 2005 г. Однако уже в течение 2005 г. отток средств с рынка сменился бурным притоком, во многом спровоцированным либерализацией рынка акций «Газпрома» и пересмотром отношения крупных портфельных инвесторов к российскому рынку в целом.

**Рисунок 3.6. Динамика индекса *IVI* России, в зависимости от состава компаний**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2001–2009 гг.*

**Рисунок 3.7. Премия/дисконт государственного сектора по отношению к частному**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2001–2009 гг.*

Важно отметить, что при исключении из индекса ключевых компаний, совокупный вес которых составляет около 40%, принципиальная картина поведения российского индекса *IVI* не изменяется. Это отчасти свидетельствует о том, что рынок находится под воздействием единоподобленных потоков капитала, которые распределяются достаточно равномерно между всеми присутствующими на нем активами.

Графики отчетливо свидетельствуют, что пик интереса к акциям российских компаний пришелся на май 2006 г., и с тех пор значения индекса *IVI* находились ниже достигнутой тогда отметки. Наступившая за этим фаза стабилизации сопровождалась активным перераспределением средств между более и менее привлекательными активами, И хотя общая динамика индекса была негативной, его стремление к значениям, близким к единице, в период вплоть до середины 2008 г. следует рассматривать как позитивное явление, свидетельствующее о достижении стабильности в экономике. Колебания индекса в диапазоне  $\pm 15\%$  от единицы характерно для большинства развитых рынков. Это говорит о том, что с точки зрения инвесторов риски вложения средств в российские активы в значительной степени сравнялись в рассматриваемый период с рисками развитых стран.

Характерно, что именно в этот период происходило усиление давления государства на собственников частных компаний. Данный процесс стал предметом регулярных дискуссий в обществе и повлек за собой появление многочисленных проблем у иностранных собственников в России на фоне фактов смены владельцев крупных добывающих предприятий («Русиа-Петролеум», «Сахалин-2», активы «ЮКОСа»), Это не оказывало принципиального влияния на тенденции притока капитала в Россию. В частности, как уже было отмечено выше, эффект дела «ЮКОСа» оказал лишь временное воздействие, которое выразилось в сдерживании роста значения *IVI* России в течение полугодия. Однако разумно предположить, что при более адекватной государственной политике этот приток мог бы быть заметно больше. Большие амбиции российского руководства в отношении внешней политики сформировали угрозу изоляционистского направления во внешней торговле и привели к усилению мононаправленности российского экспорта, что негативно отражалось на капитализации российского рынка. Одним из проявлений этого тренда стало то обстоятельство, что в течение всего 2007 г. динамика российского индекса *IVI* была негативной, а его значения не превышали единицы.

### **3.3.2 Позиции российских корпораций в сравнении с отдельными зарубежными активами**

Завершение поступательного роста российского рынка к моменту выхода на среднемировой уровень оценки активов — важнейший рубеж в развитии национальной

корпоративной системы. Возможность на равных конкурировать за привлечение финансирования с крупными игроками Европы и США должна было неизбежно способствовать ускорению модернизации экономики и экономического роста. Однако появление России на этом конкурентном рынке означало, что отныне ей придется поддерживать взятые темпы, чтобы удерживать позиции в соревновании с другими странами, которые также нуждаются в капитале для развития. Дальнейшая динамика показала, что интересы международных инвесторов и российского бизнеса все-таки различались — вследствие перелома, наступившего в середине мая 2006 г., доля национальных эмитентов в инвестиционных портфелях перестала расширяться, а осенью 2008 г. стала стремительно снижаться, уступая место другим развитым и развивающимся странам.

Другие страны проводили более конкурентоспособную стратегию, и в то время как *IVI* России плавно снижался, их оценки росли. Это касается прежде всего быстрорастущих азиатских экономик (Китая и Индии).

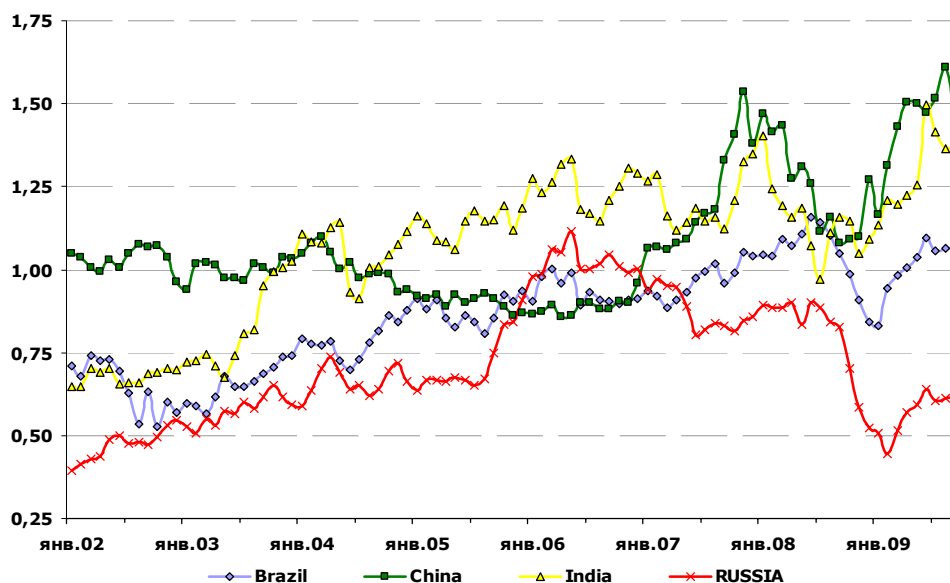
Хотя наращивание капитализации китайского рынка также оказалось прервано в середине 2007 г., кризис 2008–2009 гг. только укрепил инвесторов во мнении, что Китай имеет высокие шансы выйти лидером из глобальной рецессии. Ориентация на развитие внутреннего рынка, масштабная программа строительства инфраструктуры, стабильная национальная валюта, активная политика кредитования населения — все эти факторы способствовали расширению притока инвестиций в экономику страны. Если оценивать этот процесс с помощью индекса *IVI*, нельзя не заметить, что в пересчете на единицу прибыли/выручки/собственного капитала китайские компании стабильно оказываются одними из самых дорогих в мире с точки зрения инвестора. Однако эта дороговизна рассматривается как плата за высокие темпы развития и не мешает компаниям привлекать новые средства. Успешное развитие китайской экономики позволило ей без особых проблем преодолеть временное возникновение «мыльного пузыря» на национальном фондовом рынке в 2007 г. А к 2009 г. китайские активы вновь оказались лидерами по оценке в мире.

Вместе с китайскими корпорациями стабильно высокую оценку получают предприятия в Индии. Экономика Индии также имеет высокие шансы благополучно пережить глобальную экономическую депрессию 2008–2009 гг., Дешевый капитал, который доступен индийскому бизнесу, будет способствовать стратегии экспансии и развитию национальной модели.

Ведущая экономика Латинской Америки — Бразилия — также оценивается инвесторами достаточно высоко и не испытывает недостатка в источниках

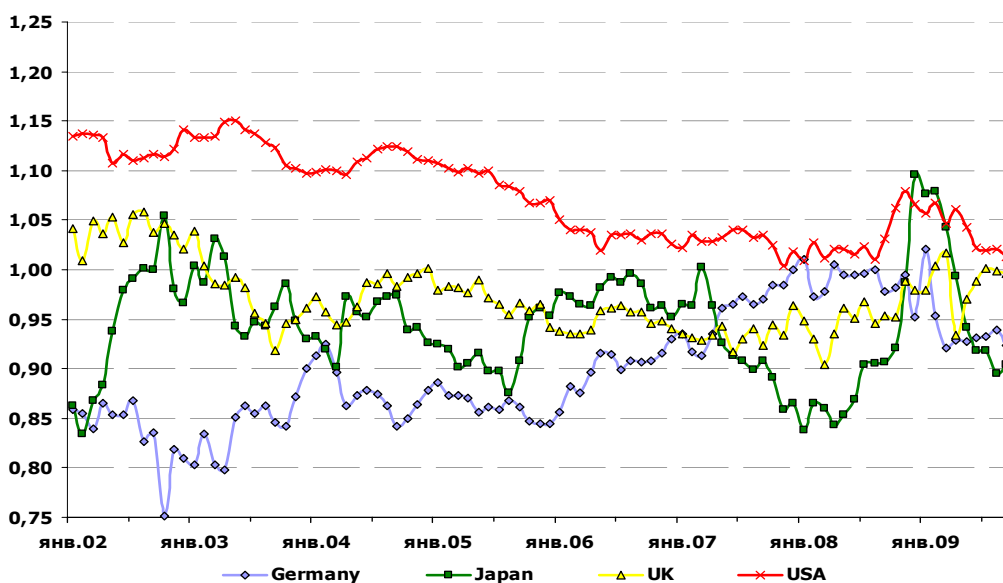
финансирования. Бразильские компании заметно отстают по стоимости от своих конкурентов из Индии и Китая. Как и России, с начала 2000-х гг. здесь наблюдалась тенденция к притоку портфельных средств. Схожая динамика отчасти была связана с тем, что экономики двух стран имеют сходную структуру. Однако кризис 2008–2009 гг. по-разному сказался на их привлекательности. Бразильские компании также потеряли в оценке, но сумели быстро компенсировать потери и выйти на уровень, превышающий среднемировую планку.

**Рисунок 3.8. Динамика индекса *IVI* России, Китая, Бразилии и Индии**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2001–2009 гг.*

**Рисунок 3.9. Динамика индекса *IVI* США, Великобритании, Германии и Японии**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2001–2009 гг.*

По-другому выглядит динамика индексов фондовых рынков развитых стран. Здесь, приходится констатировать тенденцию к снижению оценки инвесторами перспектив ведущих рынков капитала — США и Великобритании. У большинства других стран в этой группе также не происходит быстрого роста *IVI*. Более характерны стабильные колебания вокруг некоторых индивидуальных уровней. Большинство этих рынков уже адекватно оценены, и для них характерна высокая конкуренция за активы при сравнительно невысоких рисках.

В случае рынка США более правильно говорить о переоценке, которая наблюдалась еще в 2001 г. и отражалась в постепенном оттоке портфельного капитала на рынки развивающихся стран. Между тем, следует учитывать, что масштабы экономики США сегодня заметно больше любой другой страны мира. Рассматривая нашу выборку из 2500 компаний, нужно отметить, что доля капитализации американских нефинансовых компаний составляет не менее 35% от совокупной капитализации. И в тот момент, когда наступит перелом тенденции снижения оценки инвесторами американских активов, может начаться обратный процесс, когда будут дешеветь акции разогретых фондовых рынков развивающихся стран. Для того чтобы этот процесс стартовал, необходимо выполнение нескольких условий, важнейшие из которых, на наш взгляд, следующие:

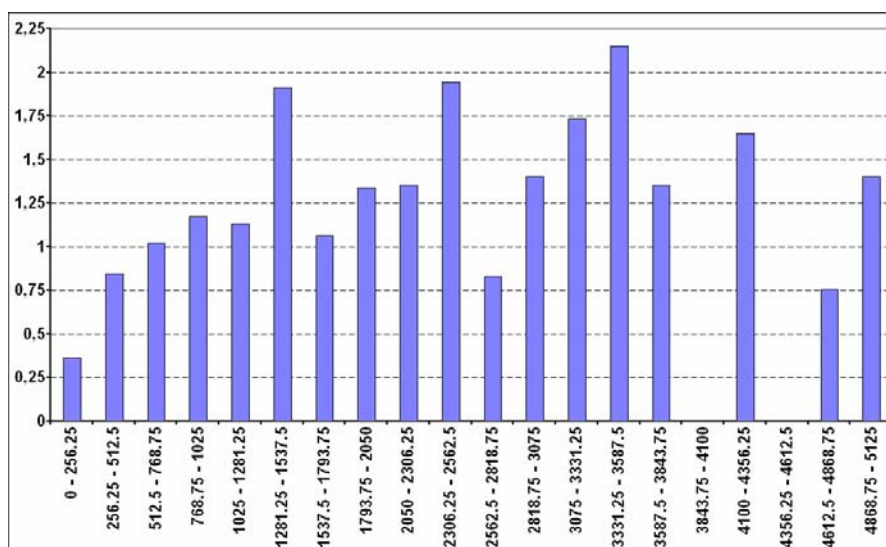
1. Выход из рецессии и ускорение темпов экономического роста в США.
2. Завершение процесса обесценения американского доллара относительно других мировых валют, которое препятствует размещению средств в американских активах.
3. Вероятные финансовые кризисы на рынках развивающихся стран и, прежде всего, Китая. Возможным источником финансовой опасности являются акции банковских институтов этой страны в силу а) чрезмерной разогретости акций банков на фондовых рынках и б) разрастания кризиса неплатежей со стороны компаний, зависящих от цен на сырье в результате падения последних.

### **3.3.3 Связь отклонений в стоимости активов с их размером и отраслевой принадлежностью**

Очевидно, что Россия как страна, существенно зависящая от цен на сырьевые товары (прежде всего нефть и металлы), наиболее остро страдает от снижения их цен. Эффект от падения доходов добывающих компаний транслируется на распределение капитала несколькими путями. Во-первых, сокращение совокупного спроса в экономике отражается на прибылях всех без исключения компаний, а следовательно, ведет и к снижению доходов акционеров, получающих дивиденды. Во-вторых, отток сбережений из акций добывающих компаний частично компенсируется их распределением между активами

других отраслей, а частично — выведением средств из инвестиций и превращением в текущий спрос со стороны населения. В-третьих, отток капитала зарубежных инвесторов затрагивает не столько добывающий сектор в отдельности, сколько ценные бумаги, обладающие наибольшей ликвидностью. Таким образом, наибольшую угрозу отток мобильного финансового капитала несет для ликвидных акций крупных корпораций, тогда как компании небольшого масштаба меньше подвержены флуктуациям финансовых рынков. Именно поэтому важно отметить, что в последние годы отмечалась тенденция к выравниванию уровня оценки российских активов, отличающихся по масштабу.

**Рисунок 3.10. Зависимость IVI от капитализации, млн долл. США (невзвешенное среднегеометрическое значение по группе)**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2008–2009 гг.*

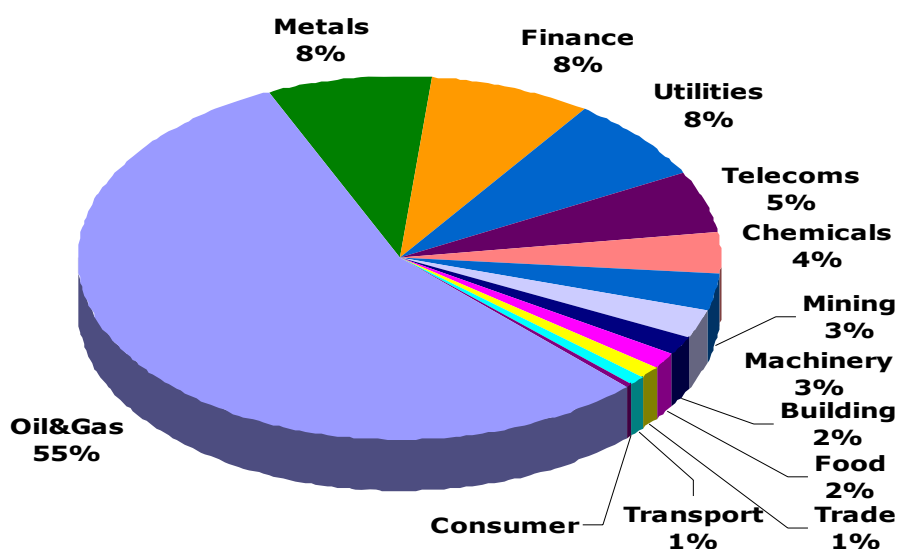
Еще совсем недавно фондовый рынок довольно четко делился профессиональными игроками на «эшелоны», исходя из размеров компаний. Предполагалось, что компании, обладающие большой капитализацией и ликвидностью, относятся к первому эшелону. Компании меньшего размера — ко второму эшелону, а те, которые только выходят на фондовый рынок — к третьему. В соответствии с этим делением, различались и риски, ассоциировавшиеся с порядком эшелона. Крупные компании претендовали на наиболее адекватную оценку, тогда как небольшой бизнес по умолчанию рассматривался как рискованный актив и оценивался с большой премией. Однако подобное разделение со временем стало существенно менее четким. Если раньше компании с низкой капитализацией, как правило, относили к категории наиболее перспективных и недооцененных, то теперь эта недооценка практически исчезла, и компании с капитализацией от 500 млн до 5 млрд долл. США торгуются с такой же премией к зарубежным аналогам, как и значительно более крупные эмитенты. Более того, часто в этой группе существует дополнительная премия за предстоящий рост и перспективы

расширения деятельности на региональные рынки. Процесс выравнивания *IVI* шел в течение последних лет достаточно интенсивно — ведь всего пять лет назад компаниям небольшого размера было практически нереально выходить на фондовый рынок с целью привлечения дополнительного капитала. Сегодня компании с выручкой свыше 70 млн долл. США уже вполне могут рассчитывать на получение адекватной рыночной оценки, в то время как раньше даже куда более крупные эмитенты торговались существенно ниже своей справедливой стоимости. Снижение дисконта за небольшие компании можно рассматривать как исключительно благоприятный сигнал об уменьшении зависимости бизнеса от государства, поскольку данный контингент компаний не имеет каналов воздействия на принятие регулятивных решений.

### Распределение премии/дисконта среди российских отраслей

Российская экономика имеет четко выраженный перекос в сторону сырьевых компаний, что неизбежно отражается на фондовом рынке. Однако абсолютные показатели капитализации компаний, суммированные по отраслям, не говорят о том, насколько оценка этих компаний соответствует их реальной стоимости. Использование мультипликативного подхода может дать ответ на вопрос: как соотносятся риски инвестирования в капитал российских компаний с рисками компаний из аналогичных отраслей в других регионах мира. Для того чтобы оценить уровень этих рисков, мы также используем индивидуальные индексы *IVI*, агрегированные по отраслям и секторам.

Рисунок 3.11. Структура активов российского рынка по секторам (01.04.2009 г.)

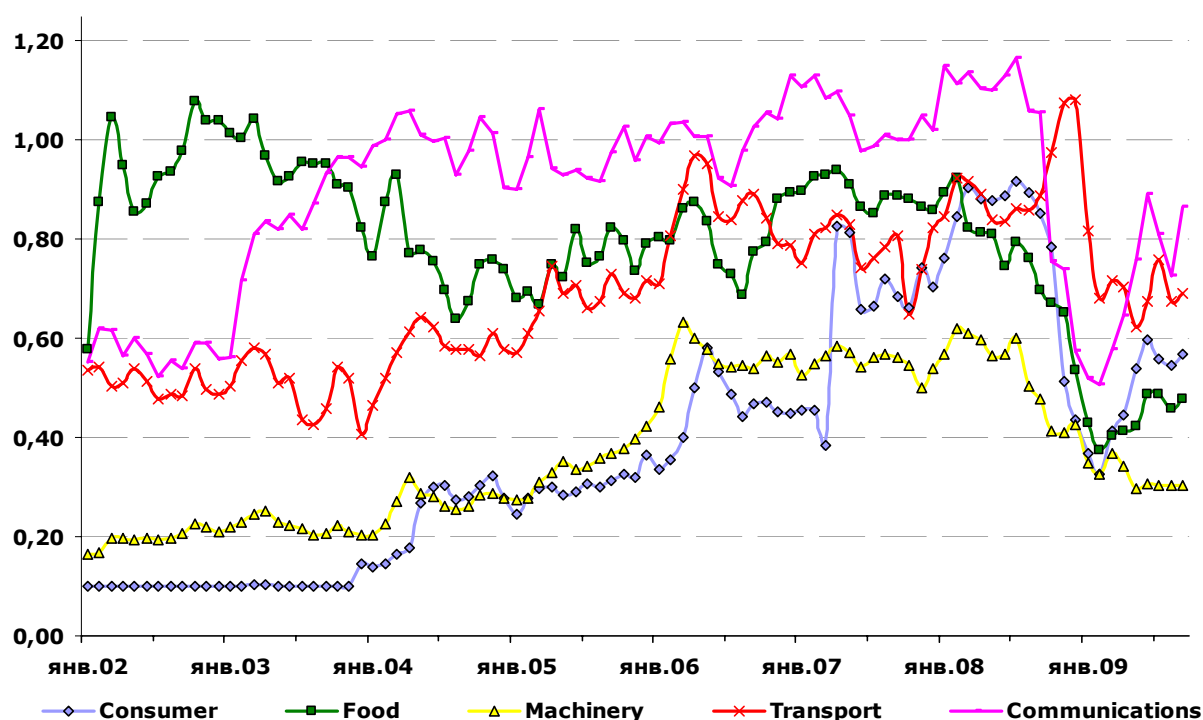


Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2008–2009 гг.

Мы по-прежнему опираемся на мультипликативное сопоставление компаний со средними показателями в одной из 59 отраслей. Полученный в результате *IVI* компании используется для расчета взвешенного среднегеометрического значения по отраслям, формирующим один из 14 секторов. Рассчитанный таким образом индекс *IVI* для сектора, образованного из всех компаний, расположенных в разных регионах мира, будет равен единице. Если же рассчитать *IVI* сектора на ограниченном подмножестве компаний, относящихся к отдельной стране, то полученная величина будет характеризовать объем избыточного либо недостаточного капитала в структуре капитализации компаний этой страны по сравнению со среднемировыми уровнями, характерными для данной отрасли. Этот объем позволяет судить о рисках, которые присущи каждому сектору в отдельности и приводят к диспропорции в структуре капитализации.

По характеру динамики индекса *IVI* в России можно выделить три группы секторов, которые демонстрируют разные темпы роста в последние годы.

**Рисунок 3.12. Динамика *IVI* в обрабатывающих отраслях**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2002–2009 гг.*

К числу секторов, стабильно поддерживавших рост *IVI* до кризиса 2008 г. (а следовательно, расширявших свою долю в инвестиционных портфелях), можно отнести компании из таких секторов, как производство потребительских товаров, продовольствия, а также услуги транспорта. Рост в этих секторах наблюдался в течение нескольких лет подряд. Небольшая пауза возникла в первой половине 2006 г., в связи с глобальными

процессами в распределении капитала между развитыми и развивающимися странами, которые отразились на всех без исключения российских компаниях. Однако к началу 2008 г. риски, связанные с инвестированием в капитал компаний из этих секторов, оказались существенно ниже, чем несколько лет назад. Если в начале 2001 г. из-за значительной рискованной составляющей эти компании получали не более половины, а то и 1/5 от потенциально возможной стоимости, то к 2008 г. этот уровень вырос уже до 75%, а в случае сектора телекоммуникационных и транспортных услуг — практически свелся к нулю. Очевидно, что перспективы повышения *IVI* в этих секторах сохраняются, поскольку уровни, соответствующие среднемировым значениям, пока окончательно не достигнуты, а у компаний еще имеется потенциал наращивания капитализации за счет мер по снижению рисков и повышению привлекательности своего бизнеса.

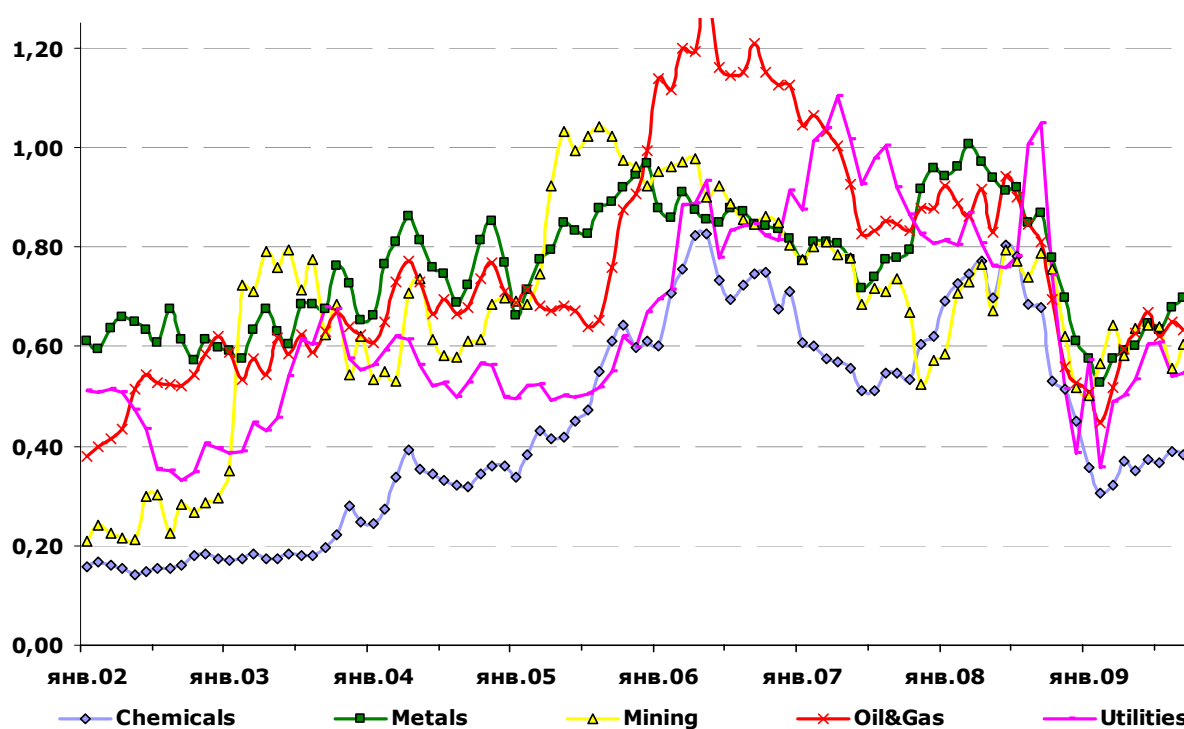
Несколько иначе обстоят дела у компаний, предоставляющих услуги связи. Услуги беспроводной связи получили широкое распространение с конца XX в., и государственные компании занимают сравнительно небольшую долю данного рынка. Развитие частных компаний в этом секторе и их последующий выход на международный рынок капитала предопределили то, что адекватная оценка была получена сектором существенно раньше, чем в других отраслях экономики. Компании связи инвестировали полученные за рубежом средства в расширение присутствия в российских регионах, что вынуждало их одновременно обеспечивать прозрачность бизнеса и всемерно соответствовать требованиям, предъявляемым к заемщикам на рынке акционерного капитала. В результате адекватная оценка их активов была достигнута еще в середине 2003 г., и с тех пор дальнейший рост капитализации практически напрямую определяется повышением доходов, прибылей и чистых активов. Более того, в последние годы рост капитализации таких компаний, как МТС и «ВымпелКом», отстает от роста их же финансовых показателей. Очевидно, что причинами этого являются насыщение внутреннего рынка услуг мобильной связи и тупиковое положение, в котором оказались компании, пытаясь снизить тарифы для абонентов.

В секторе транспортных услуг, напротив, сильна роль государства, контролирующего двух ведущих национальных перевозчиков: ОАО «РЖД» и ОАО «Аэрофлот — российские авиалинии». Стоимость «Аэрофлота» росла опережающими темпами вплоть до начала 2008 г., по мере того как бизнес компании расширялся за счет присоединения менее крупных игроков, не выдерживающих конкуренции с крупным государственным игроком.

Отраслью, традиционно характеризующейся наибольшей недооценкой (и, соответственно, наибольшими рисками), является машиностроение. Здесь существуют

множество сдерживающих факторов, таких как изношенность основных фондов, низкая производительность труда, непрозрачность корпоративного управления, нерегулярность заказов и т.д. Из-за рисков, связанных с инвестированием в эту отрасль, капитализация компаний оказывается в 3–4 раза ниже потенциально возможного уровня. Тем не менее и здесь до недавних пор наблюдался постепенный рост *IVI*, который является свидетельством положительных сдвигов. Здесь, в частности, стоит отметить государственную политику, которая, будучи направленной на повышение эффективности работы автопрома, уже принесла свои плоды — *IVI* автопроизводителей в рассматриваемый период рос быстрее, чем в других секторах машиностроения.

**Рисунок 3.13. Динамика *IVI* в ресурсных отраслях**



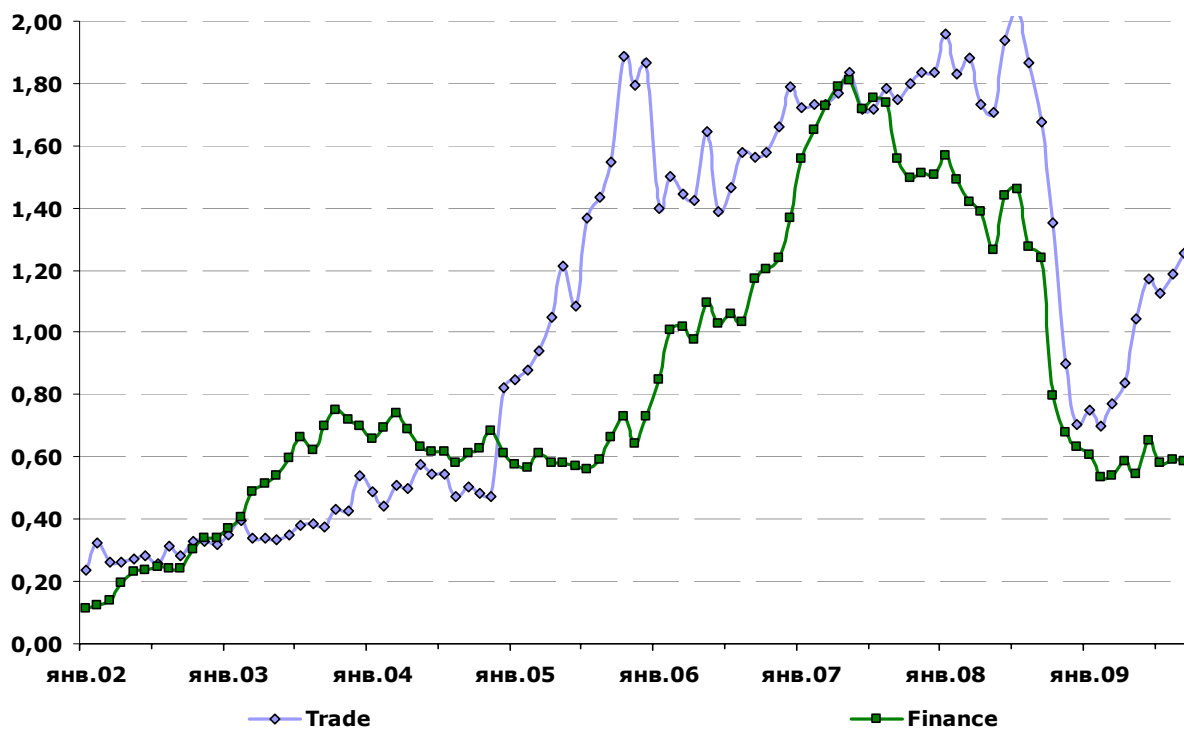
*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2002–2009 гг.*

Иначе выглядит картина с компаниями из добывающих отраслей. Здесь подъем индексов *IVI* начался существенно раньше. Старт этому процессу был дан в первой половине 2005 г., когда государство решило установить контроль над «Газпромом» и разрешить иностранцам операции с ценными бумагами компании. В результате непрерывного трехквартального роста оценка российских компаний в нефтегазовом секторе оказалась даже выше, чем у их зарубежных аналогов. Переломным моментом в этом тренде оказался май 2006 г. К этому моменту стоимость российских нефтегазовых активов уже на 35% превышала естественный уровень для отрасли, и ситуация во многом напоминала раздувшийся пузырь. Тогда зарубежные инвесторы, убедившись в том, что

ФРС США не собирается смягчать кредитно-денежную политику, пересмотрели свое отношение к акциям российских сырьевых компаний. С этого момента котировки многих эмитентов оказались буквально заморожены, а значения отраслевого индекса *IVI* стали постепенно спускаться к единице. Подобная динамика характерна также и для компаний, добывающих различные виды руд, и для химической отрасли, с тем отличием, что их уровни *IVI* изначально отставали от нефтегазовой отрасли. Что касается металлургии, то здесь тенденции выглядят более сглаженными, и компании сохраняют уровень оценки рисков наиболее близкий к среднемировому. Косвенно это связано с агрессивными процессами слияний и поглощений, которые происходили в отрасли до недавнего времени.

Исключение из общей тенденции составляют электроэнергетические компании, которые до середины 2007 г. продолжали активно наращивать стоимость акционерного капитала и в итоге достигли в среднем одного уровня с зарубежными аналогами по степени оценки. Электроэнергетика выделяется среди других отраслей этой группы хотя бы тем, что компании, составляющие отрасль, демонстрируют устойчивость динамики как в фазе трансформации системы РАО «ЕЭС», так и после ее завершения, что однозначно свидетельствует в пользу успешности проводимых здесь реформ.

**Рисунок 3.14. Финансы и торговля**



*Источник: расчеты автора на основе финансовых данных компаний и сведений об их капитализации за 2002–2009 гг.*

При оценке компаний финансового и торгового секторов, мы использовали иную методику, исключив из рассмотрения показатели P/S и EV/EBITDA. Стоит также отметить, что оценки для данных секторов носят существенно менее точный характер из-за небольшого количества рассматриваемых фирм. Оценка для финансового сектора более надежна, и она позволяет наглядно увидеть формирование пузыря в этой сфере, который выразался в наращивании премии за образующие его компании в период с конца 2006 по 2007 г. Как было отмечено ранее, основной вклад в избыточный рост стоимости этого сектора внесли размещения ведущих государственных банков: Сбербанка и ВТБ. Показательно, что в результате кризиса 2008 г. финансовый сектор пострадал больше других секторов, и премия за него сравнялась со средней премией по российским корпорациям. Это свидетельствует о том, что в момент наиболее острой стадии международного финансового кризиса отношение инвесторов к банкам было одинаково плохим, независимо от факта государственной собственности над ними. Тем не менее, как показали дальнейшие события. Крупнейшие госбанки имеют высокие шансы отыграть потери и, кроме того, расширить сферу бизнеса путем вытеснения с рынка частных конкурентов. Это уже находит отражение в быстром восстановлении стоимости их акционерного капитала, хотя и остается нерешенным вопрос с долей просроченных кредитов, которая образуется в результате навязанной сверху экспансии.

Таким образом, можно констатировать факт достижения справедливой оценки компаний в сырьевых секторах к 2008 г. Несмотря на то, что в 2009 г. произошло существенное изменение конъюнктуры мировых финансовых рынков (подробнее этот вопрос рассмотрен во 2-й главе настоящей работы), сама возможность справедливой оценки для российских компаний означает, что если существующие сегодня проблемы в российской экономике будут преодолены, дисконт за инвестирование в акции национальных компаний будет нивелирован. Если принять во внимание существенно возросший вес государственных компаний в экономике, становится очевидным, что интерес для ликвидации этого дисконта присутствует со стороны большинства групп интересов, формирующих повестку дня экономической политики. А значит существует твердая почва для нахождения консенсуса и принятия действенных мер по восстановлению доверия инвесторов к российской корпоративной системе в целом.

## ***Выводы по третьей главе***

Интеграцию российской экономики в систему мировых финансовых и товарных рынков следует считать важнейшим достижением реформ, проводившихся с момента создания современного российского государства. Превращение фондового рынка в полноценный инструмент перераспределения капитала между наиболее эффективными собственниками стало знаковым рубежом в развитии российской корпоративной модели. Тот факт, что сегодня наиболее активными участниками на рынке капитала выступают государственные компании, также свидетельствует о том, что рынок в значительной мере сумел компенсировать функции, которые прежде ложились на систему государственного финансирования. А активное присутствие на этом рынке международных инвесторов возлагает на последних задачи, которые раньше решались исключительно аппаратом централизованного планирования.

Хотя использование рыночных механизмов снимает существенную часть административной нагрузки с органов госуправления, их влияние все же ограничивается масштабным государственным сектором в российской экономике, характеризующимся высокой степенью концентрации активов. Концентрацию собственности можно рассматривать как преимущество, с точки зрения отдельной компании, которая может достигать большей экономии на масштабе и участвовать в конкуренции с транснациональными корпорациями. Однако на уровне отраслей и государства в целом она имеет ряд побочных эффектов, среди которых неэффективное с точки зрения рынка распределение ресурсов и монополизация экономики.

Сочетание рыночного и государственного регулирования не является специфической чертой российской экономики и присутствует абсолютно в любой стране. Однако в отличие от других стран, России находится в состоянии продолжающегося перехода от доминирования одной системы к другой, и это создает потребность в четких критериях эффективности каждого из состояний. Глобальный финансовый рынок предлагает такой критерий — рыночную стоимость. Наша задача — использовать этот критерий для оценки динамики состояний российской экономики.

Развитие фондового рынка позволяет решить ряд системных задач. Помимо прямой функции обеспечения финансирования наиболее востребованных и доходных проектов, он также выполняет важнейшую функцию обратной связи. Эта функция носит дисциплинирующий характер, поскольку обеспечивает эмитентов и инвесторов информацией относительно выбора наиболее рациональной стратегии. Следует особо подчеркнуть, что критерий рациональности задается здесь не только национальными

инвесторами, но и широким кругом зарубежных участников финансовых рынков, что принципиально отличает этот механизм от системы государственного целеполагания.

Оценка рынком того или иного актива сочетает в себе три важнейших составляющих его стоимости: риск, присущий активу, неопределенность относительно динамики его будущего развития и уровень прибыльности, который он сможет обеспечить своим акционерам. Анализ этих компонент позволяет судить об успешности либо неуспешности выбранной менеджментом стратегии и делать выводы относительно необходимости ее изменения. Применяя инструментарий статистической обработки данных корпоративной отчетности, а также динамики фондового рынка, мы получили возможность дать количественную оценку уровня развития интегрированных корпоративных образований с точки зрения их доступа к глобальным источникам финансирования. В данной главе раскрывается взаимосвязь рисков, присущих отдельным эмитентам и их группам, и степени воплощения замыслов экономической политики, реализованной государством на разных стадиях трансформации экономики.

Проведенный анализ продемонстрировал, что в период с 2006 по 2008 г. российские компании достигли высокого уровня оценки относительно своих зарубежных конкурентов, который характеризуется наличием стабильного дисконта на уровне 0–10%. На начало 2008 г. значение дисконта для среднестатистической компании составило минус 5,74%. Наблюдаемая фаза стабилизации величины дисконта в период с мая 2006 г. до начала 2008 г. на уровне значений, близких к единице, свидетельствует об установлении соответствия между уровнем рисков, характерным для российских заемщиков, и аналогичным уровнем, присущим компаниям по всему миру. Пик спекулятивного интереса к капиталу российских компаний уже был достигнут — в мае 2006 г., и с этого момента развивается процесс перераспределения средств между более или менее привлекательными активами, что соответствует уровню дисконта в несколько процентов. Главный вывод, который отсюда следует: период трансформации экономики, предусматривавший активную политику разгосударствления и последующего формирования частных вертикально интегрированных структур, успешно завершён.

Плавное исчезновение дисконта за страновой риск в структуре оценки среднего российского эмитента является непосредственным следствием процессов интеграции и эволюции отечественных компаний и холдингов. Путь консолидации, по которому пошли многие предприятия, привел к тому, что теперь они имеют возможность привлекать акционерный капитал на рынке по тем же ставкам, что и компании во всем мире, а это, в свою очередь, отражает тот факт, что российская экономика обрела уже не формальный, а совершенно реальный статус рыночной.

Однако усиление частного сектора в середине 2000-х гг. послужило поводом к пересмотру государством своих приоритетов в регулировании деятельности бизнеса, что дало начало следующей стадии — ужесточению давления на корпорации со стороны госорганов и увеличению доли госсектора. При этом существенное отличие нынешнего госсектора заключается в том, что он также вынужден обращаться за ресурсами на международные финансовые рынки и конкурировать на равных с частными корпорациями за финансирование, исходящее преимущественно со стороны зарубежных источников.

Существующие сегодня перекосы в российской экономике в сторону сырьевого сектора не могли не отразиться на темпах, с которыми шли процессы развития в различных отраслях. И поэтому мы можем наблюдать, что масштаб рисков для деятельности распределяются во многом пропорционально уровню включенности эмитентов в структуру экспортных цепочек, выстроенных крупными ИБГ. Также наблюдается четкая тенденция к отставанию в процессе снижения рисков у компаний машиностроения и других отраслей, привязанных к внутреннему рынку (за исключением телекоммуникационного сектора, а также розничной торговли и банков). Большую роль в повышении оценки деятельности компании со стороны финансовых рынков играет фактор присутствия на зарубежной фондовой площадке. В результате стоимость компании оказывается заметно менее подверженной действию конъюнктуры российского рынка, и одновременно возрастает корреляция с оценкой перспектив глобального сектора, к которому она принадлежит (случай телекоммуникационных компаний).

Планомерная тенденция снижения рисков инвестирования в акции российских компаний сопутствовала общемировым тенденциям оттока капитала с рынков развитых стран и подъема многих развивающихся рынков. Этот процесс связан с поиском более высокой нормы отдачи на вложенный капитал, которая на этот момент была доступна в первую очередь в странах Азии и бывшего СНГ. Особенно выдающуюся динамику в этом направлении демонстрировали в последнее время Китай и Индия.

Следует отметить, что, несмотря на все преимущества внешних источников финансирования, мобильный капитал зарубежных инвестиционных фондов представляет собой также заметную угрозу в случае его оттока. Чрезмерная завязанность на зарубежные источники финансовых ресурсов стала одной из причин того, что глобальный финансовый кризис 2008–2009 гг. затронул российскую экономику сильнее большинства других стран. Из этого следует, что такой стране, как Россия необходимо активнее стимулировать развитие внутренней кредитной системы, которая могла бы нивелировать наиболее острые колебания на глобальных финансовых площадках.

## Заключение

Несмотря на свершившийся в конце XX в. поворот в сторону развития капиталистического общества в России, государство по-прежнему остается стержневым участником ключевых процессов в национальной экономике. Устранить системную роль регулирующих органов и государственных компаний за это время не смогли ни масштабная приватизация, ни череда сильнейших финансовых кризисов, ни процессы глобализации и интернационализации ведущих российских компаний. Этого не произошло вопреки воле самого государства, которое целенаправленно проводило политику дерегулирования экономики, стремясь сформировать новую почву для собственного существования. Одним из фундаментальных оснований для понимания принципов, по которым строилась модель присутствия государства в структуре национального бизнеса в России, является представление о нем как о самостоятельном участнике экономического обмена, обладающем собственными интересами, отличными от интересов общества в целом. На более детальном уровне государство также нельзя считать единым субъектом экономической деятельности, поскольку в его составе присутствуют обособленные группы лиц, интересы которых могут не совпадать между собой. Это существенно влияет на особенности механизмов применения государственной политики, направленной на регулирование частного бизнеса, и задает особую логику формирования последнего. Таким образом, изучение принципов, на которых строится взаимодействие частных корпораций и государственного сектора, представляет исключительное значение для понимания дальнейших перспектив развития российской экономики.

Становление теоретических подходов к рассмотрению взаимодействия групп интересов на стыке экономики и политики происходило на протяжении длительного периода времени. Причем свой вклад в изучение данного вопроса внес еще родоначальник экономической теории Адам Смит, видевший в корпорациях инструмент ограничения действия неблагоприятных внешних факторов и концентрации внутренних ресурсов.

Автор прослеживает путь формирования научной мысли от выделения отдельных субъектов рынка политических услуг до современных работ, анализирующих равновесие в выработке регулятивных решений в зависимости от особенностей внешней среды и прежде всего — от характеристик национального экономического и правового устройства. Следует отметить, что теоретический анализ вопросов влияния экономических агентов на использование регулятивного воздействия имеет естественные ограничения, происходящие из недоступности полной информации о подобном влиянии на практике.

Основу для большинства выводов относительно качества взаимодействия интересов корпораций и субъектов политики составляют отдельные примеры, которые позволяют судить только о наблюдаемой части явления. Между тем, основной объем сделок, заключаемых между заинтересованными сторонами, происходит в области неформальных отношений и может быть зафиксирован для точного анализа лишь косвенными методами. Это создает базу для большого количества описательных работ, анализирующих примеры подобных отношений на опыте отдельных стран и регионов, что позволяет исследователям говорить об определенных особенностях национальных моделей. Анализ зарубежного опыта, скомпонованного на основе общности исходных предпосылок и путей формирования государственной политики регулирования, в свою очередь, позволяет судить об успешности либо опасности определенных шагов и стратегий. Полученные на основе такого анализа выводы могут быть применены для формирования будущей стратегии развития, причем как на государственном уровне, так и с позиций частных групп интересов, принимающих решения о направлениях применения капитала.

В настоящей работе показаны особенности национальных моделей выстраивания взаимоотношений между субъектами рынка регулятивных решений на этапах активной политики трансформации экономики, характерной для периодов политической нестабильности либо послевоенной реабилитации. На примере отдельных стран Юго-Восточной Азии и Латинской Америки, а также России рассматривается роль различий в исторических предпосылках, особенностях национального менталитета, уровне ресурсного обеспечения, с точки зрения воздействия на систему принятия экономических решений. Проведенный анализ позволил выделить ряд общих черт у рассмотренных зарубежных моделей, присутствие которых наблюдается также и в современной истории становления корпоративного сектора в России.

В стремлении восстановить упавший после распада СССР объем валового выпуска, руководство страны не могло целиком взять на себя функции центрального агента, определяющего стратегию развития. Этот сценарий был исключен всей предыдущей логикой развития событий, поскольку именно централизация управления экономическим развитием явилась одной из главных причин произошедшего системного краха. Следовательно, модель, по которой формировались корпорации в странах Азиатского региона, могла быть применена лишь в ограниченной мере. Поэтому главным способом поддержки становления бизнеса в России на раннем этапе выступало не финансовое стимулирование, основанное на госкредитах, а капитал, доставшийся в наследство от государства-предшественника. Корпоративный сектор был вынужден самостоятельно решать проблему поиска источников финансирования для своих проектов, преодолевая

трудности, связанные со сжатием денежной массы в обращении, а впоследствии — опираясь на зарубежные источники кредитования и фондовый рынок. При этом отсутствие четкой промышленной политики государства в отдельных отраслях не обязательно служило препятствием для бизнеса. Компании, обладавшие наибольшим потенциалом, получили возможность компенсировать недостатки во внешнем институциональном окружении путем встраивания недостающих для развития компонентов в собственные интегрированные структуры. Подобным образом в России сформировалось большинство ведущих интегрированных бизнес-групп (ИБГ), которые на сегодняшний день формируют основу российской экономики.

С начала 2003 г. в отношениях собственников ИБГ и государства в России наметились существенные изменения, которые заметно сблизили по ряду свойств российскую модель с моделью коррупционного капитализма, характерной для стран Латинской Америки. К этому моменту в России сформировались предпосылки для развития близкого по свойствам сценария в виде возросших доходов от экспорта сырьевых товаров, а также наличия групп интересов, стремящихся взять под свой контроль возникающие потоки валютной выручки. Государство, которое в течение предшествующих лет сохранило без значимых изменений газовую отрасль и фактически закрепило за собой монополию в ней, получило теперь возможность расширить степень своего присутствия в других отраслях, рассматриваемых руководством страны как «стратегические».

Увеличение размеров госсектора наблюдалось не только в отраслях, связанных с добычей полезных ископаемых, где благоприятная ценовая конъюнктура создала наибольшие стимулы для поиска экономической ренты. Аналогичные процессы прослеживаются в течение 2000-х гг. также в машиностроении, включая производство энергетического оборудования и автомобилестроение, в авиаперевозках, финансовой сфере, а также в электроэнергетике. В большинстве случаев рост доли государства в каждой отрасли сопровождался повышением уровня ее монополизации, создавая основания для увеличения наценок и извлечения ренты.

Базируясь на опыте рассмотренных в работе стран, можно сделать вывод, что подобный подход имеет как преимущества, так и недостатки. К преимуществам следует отнести сохранение политической стабильности, поскольку накопление ресурсов производится прежде всего в руках уже существующих элит, не создавая таким образом предпосылок для формирования конкурирующих групп интересов, которые могли бы бороться между собой за власть. С другой стороны, происходит рост общественных издержек в виде расходов на поддержание неэффективных монополистических

образований, что, в свою очередь, возможно лишь в условиях проведения протекционистской политики по отношению к зарубежным игрокам.

Очевидно, что ограничения на участие в международном распределении товаров и капитала в долгосрочном периоде негативно сказываются на конкурентоспособности страны в целом. Учитывая, что экономика при этом остается открытой для движения международного портфельного капитала, совокупная капитализация национальных корпораций также оказывается меньшей. Это объясняется тем, что мировой рынок капитала имеет четкие критерии эффективности бизнеса и инвестиций, которые неизменно будут отличаться от целей и критериев, преследуемых ограниченной группой интересов в лице государства. Даже при условии высокой оценки капитала каждой из существующих фирм в отдельности, это выражается в малой представленности либо полном отсутствии компаний новых технологий, а также производителей продукции, ориентированной на конечного потребителя. Их существование определяется наличием активного внутреннего спроса, доступом к источникам финансирования и отсутствием административных барьеров, что не всегда соответствует интересам элиты. В то же время спрос со стороны госсектора способствует поддержке существования производств, которые не находят адекватной рыночной оценки, что также пагубно сказывается на совокупной капитализации.

Таким образом, мировой рынок капитала и органы государственного регулирования представляют собой две ключевые силы, воздействующие на национальный бизнес, оценивающие результаты его деятельности и, в конечном счете, определяющие его облик. За первым стоит международное и национальное инвестиционное сообщество, за вторым — совокупность находящихся у власти элит. Автор использует для анализа взаимодействия этих двух сил статистический инструментарий на основе информации о результатах и прогнозах деятельности компаний и об их оценке со стороны рынка капитала.

С помощью разработанной автором методики исследуются изменения в оценке средней российской компании относительно своих зарубежных конкурентов в течение временного интервала 2001–2009 гг. Результаты анализа подтвердили ряд предположений, базирующихся на изучении опыта зарубежных стран, и позволили сформулировать следующие выводы.

1. Общий результат проводимой государством политики оказался позитивным для средней российской компании, представленной на фондовом рынке, поскольку он позволил повысить ее оценку относительно иностранных конкурентов. Этот результат объясняется в значительной степени повышением стоимости российских

добывающих компаний, которые занимают ведущее место на фондовом рынке России. Их развитие представляет взаимный интерес для внешних потребителей российского сырья, инвесторов, рассматривающих данную отрасль как стабильный вид деятельности, приносящий прибыль, а также для государства, основывающего на них свою налоговую базу. Следует указать, что подобная синергия интересов способствует притоку капитала в добывающие компании не только в России, но и в других странах, например в Китае.

2. Наиболее сильные позиции на рынке капитала оказываются у компаний из добывающих секторов экономики и, прежде всего, у тех, которые находятся в собственности государства. Это свидетельствует, что патронаж со стороны органов власти обеспечивает преимущества в ведении деятельности и способствует концентрации рыночной власти в руках менеджмента соответствующих компаний. Это отчетливо проявляется в таких секторах экономики, как топливно-энергетический комплекс, финансы, транспорт, машиностроение. Даже если государственная компания проигрывает зарубежным конкурентам по показателям эффективности, она все равно оказывается в преимущественном положении по отношению к другим национальным игрокам в секторе, что проявляется в виде дополнительной премии на рынке капитала.
3. В условиях экономической нестабильности рынки капитала требуют существенно более высокой доходности за предоставляемые инвестиции. Это проявляется не только в росте стоимости кредитов, но и в падении стоимости залогового обеспечения для уже взятых кредитов, что создает проблемы у заемщиков с погашением существующих обязательств. В результате в преимущественном положении оказываются те игроки, которые способны даже в кризисных условиях генерировать денежные потоки, обеспечивающие возврат вложенных средств, либо компании, которые имеют доступ к государственным ресурсам, что, в свою очередь, повышает роль органов госрегулирования в экономике. С точки зрения международного рынка капитала это выразилось в том, что российский фондовый рынок оказался в числе наиболее сильно пострадавших в результате глобального финансового кризиса, разразившегося в 2008–2009 гг. Национальная банковская система оказалось мало подготовлена к восполнению выпадающих источников финансирования. Хотя относительный уровень долговой нагрузки российских предприятий находился до кризиса на приемлемом уровне, большинство из них активно пользовалось краткосрочными заемными средствами, что лишь усугубило их положение в период рецессии.

Основываясь на результатах количественного и качественного анализа, можно сделать следующие выводы относительно перспектив развития российской модели отношений государства и бизнеса.

1. Избранная стратегия реализации интересов ограниченной политико-экономической элиты за счет роста общественных издержек выигрывает с точки зрения обеспечения стабильности властного режима. Это указывает на то, что роль государственных корпораций будет оставаться высокой и в дальнейшем.
2. Предшествующий опыт существования СССР демонстрирует, что увеличение роли государства до максимально возможного уровня делает экономику неустойчивой и неконкурентоспособной, что также угрожает действующему политическому режиму. Таким образом, наиболее вероятным сценарием является развитие в направлении создания баланса между интересами элиты, стремящейся максимизировать уровень экономической ренты, и ограничениями в виде снижения эффективности и угрозы нарушения устойчивости системы. Иллюстрацией подобной модели можно считать пример Мексики. Тем не менее, ее существенным недостатком является склонность к изоляционизму и регулярным финансовым кризисам, которые наиболее тяжело переносятся экономиками с низкой диверсификацией активов, «заточенных» на удовлетворение потребностей узкой группы интересов. Пример Мексики также демонстрирует, что на определенной стадии страна вновь оказывается перед необходимостью снятия барьеров для международного капитала, что неминуемо подрывает позиции компаний, действовавших в интересах государства.
3. Нестабильность экономической системы, основанной на извлечении экономической ренты, определяется степенью ее автономности. Для повышения системной устойчивости недостаточно введения торговых барьеров либо мер по сохранению положения действующих монополий, так как они сдерживают развитие новых форм бизнеса. Таким образом, важное значение приобретает развитие внутреннего кредитного рынка, поскольку в противном случае возрастает зависимость от тенденций на международном рынке капитала и подверженность глобальным кризисам. Необходимо, чтобы внутренний кредитный рынок развивался пропорционально другим источникам капитала — в этом случае он будет способен гасить колебания, возникающие извне. Кроме того, это будет соответствовать более равномерному распределению влияния национальных групп интересов на принятие финансовых решений.

## Литература

1. Авдашева С.Б., Балюкевич В.П., Горбачев А.В., Дементьев В.Е., Паппэ Я.Ш. Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках; Бюро экономического анализа. — М. : ТЕИС, 2000.
2. Автономов В.С. Человек в зеркале экономической теории (Очерк истории западной экономической мысли) / Автономов В.С. — М. : Наука, 1993.
3. Анчак Р. и др. Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов; / под ред. С. Васильева. Московский центр Карнеги. — М.: Гендальф, 2003.
4. Аткинсон Э.Б., Стиглиц Дж.Э. Лекции по экономической теории государственного сектора: Учебник / пер. с англ., под ред. Л.Л. Любимова. — М.: Аспект Пресс, 1995.
5. Афонцев С.А. Институты политического рынка и экономическое развитие / Институциональные аспекты экономического развития. / отв. ред. — В.С. Автономов, С.А. Афонцев. — М. : ИМЭМО РАН, 2007. С. 4–32.
6. Богачева О.В., Григоров В.Э. Взаимодействие власти и бизнеса в области ЖКХ / Государство и бизнес: институциональные аспекты. — М. : ИМЭМО, 2006. С. 62 – 89.
7. Валитова Л.А., Задирако Н.И., и др. Концентрация производства: условия факторы политика. — М. : ТЕИС, 2001.
8. Гайдар Е. Т. Государство и эволюция. — М. : Евразия, 1995.
9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. — 2-е изд., исправл. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2005.
10. Другов Ю.А., Кокорев А.О. и др. Развитие и рыночное функционирование корпоративных структур холдингового типа в промышленности. Бюро экономического анализа. — М. : 2000.
11. Дынкин А.А., Пискунов Д.И. и др. Корпоративное гражданство: концепции, мировая практика, российские перспективы. Национальный институт корпоративной реформы. — М. : ИМЭМО, 2004.
12. Дынкин А.А., Соколов А.А. Интегрированные бизнес-группы — прорыв к модернизации страны. — М. : Центр исследований и статистики науки, 2001.
13. Иноземцев В.Л. Пределы догоняющего развития. — М. : Экономика, 2000.
14. Институциональные основы экономического роста / под ред. Дынкина А.А., Миловидова В.Д. — М. : Инфра-М, 2002.
15. История экономических учений / Под ред. Автономова В., Ананьина О., Макашевой Н.: Учеб. пособие. — М. : ИНФРА-М, 2000.

16. История экономических учений: (современный этап): Учебник под общ. ред. Худокормова А.Г. — М. : ИНФРА-М, 1998.
17. Конкурентоспособность России в глобальном экономическом пространстве / Рук. автор. коллектива чл.-корр. РАН Дынкин А.А., Куренков Ю.В. — М. : ИМЭМО РАН, 2000.
18. Крупный российский бизнес — 2003 (сборник корпоративной статистики). — М.: ИМЭМО РАН, 2003.
19. Кузнецова О., Кузнецов А., Туровский Р., Четверикова А. Инвестиционные стратегии крупного бизнеса и экономика регионов / под ред. Кузнецовой О.В. — М.: ЛКИ, 2007.
20. Мировая финансовая система после кризиса. Оценки и прогнозы / отв. ред. Евстигнеев В.Р. — М. : Маросейка, 2009.
21. Мировая экономика. Экономика зарубежных стран: Учебник / под ред. д-ра экон. наук, проф. Колесова В.П. и д-ра экон. наук, проф. Осьмовой М.Н. — М. : Флинта: Московский психолого-социальный институт, 2000.
22. Нуреев Р.М. Экономика развития: модели становления рыночной экономики. — М.: ИНФРА-М, 2001.
23. Российская корпорация / под ред. Долгопятовой Т., Ивасаки И., Яковлева А. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.
24. Олейник А. Н. Институциональная экономика. — М. : ИНФРА-М, 2000.
25. Ослунд А. Строительство капитализма: Рыночная трансформация стран бывшего советского блока / пер с англ. Н.А. Ранневой, А.Ю.Молоканова; под ред. Осадчей И.М. — М. : Логос, 2003.
26. Паппэ Я. Ш. «Олигархи»: экономическая хроника 1992–2000. — М.: ГУ-ВШЭ, 2000.
27. Паппэ Я. Ш., Галухина Я. С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. — М. : ГУ-ВШЭ, 2009.
28. Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки. — М. : ГУ ВШЭ, 2002. (Серия: Институциональные проблемы российской экономики. Вып. 1).
29. Современная экономическая мысль / под общ. ред. Иноземцева Н.Н. — М.: Прогресс, 1981.
30. Соколов А.А. Интегрированные бизнес-группы России: особенности формирования прав собственности. Модернизация экономики России: итоги и перспективы. В двух книгах. / отв. ред. Ясин Е.Г. Кн. 1. — М. : ГУ-ВШЭ, 2003.
31. Субботин М.А. Государственно-частные партнерства: Мировой опыт и Россия / Государство и бизнес: институциональные аспекты. — М. : ИМЭМО, 2006. С. 62–89.

32. Сычева Л., Михайлов Л., Тимофеев Е. и др. Кризис 1998 года и восстановление банковской системы / под ред. М. Дмитриева и С. Васильева; Московский центр Карнеги. — М. : Гендальф, 2001.
33. Федеральный закон «О финансово-промышленных группах» от 30.11.1995 г. № 190-ФЗ.
34. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ.
35. Федоровский А. Н. Феномен Чеболя. Государство и крупный бизнес в Республике Корея. — М.: Издательский дом «Стратегия», 2008.
36. Финансово-промышленные группы и конгломераты в экономике и политике современной России. / под ред. Паппэ Я. Ш. — М. : Фонд «Центр политических технологий», 1997.
37. Энтов Р.М., Радыгин А.Д. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. — М.: Институт экономики переходного периода. Научные труды, 1999. № 12.
38. Аверкин, А., Субботин М. Правовое регулирование соглашений о разделе продукции // Закон. , 1999. № 2, декабрь. С. 51–54.
39. Балацкий Е. Фискальные эффекты в вертикально интегрированных хозяйственных структурах // МЭиМО, 2004. № 2. С. 31–41.
40. Баскакова М. Японская экономическая модель // МЭиМО. , 2004. №1. С. 98–106.
41. Бобина М. Стратегические альянсы в глобальной экономике // МЭиМО, 2001. № 11. С. 106–109.
42. Бобина М. Стратегические межфирменные альянсы // Вопросы экономики, 2002. № 4, С. 96–110.
43. Варнавский В. Частный капитал в коммунальном хозяйстве России // МЭиМО, 2007. № 1. С. 28–35.
44. Гарсия А. Латинская Америка в 1980–2005 гг.: институциональное устройство, экономический рост и бедность // Beyond Transition, 2005. № 6. С. 10.
45. Дынкин А.А., Соколов А.А. Интегрированные бизнес-группы в российской экономике // Вопросы экономики, 2002. № 4. С. 78–95.
46. Латинская Америка: возвращение на авансцену мировой политики (круглый стол) // МЭиМО, 2007. № 1. С. 84–95.
47. Олейник А. Роль государства в установлении прав собственности (к вопросу о теореме Коуза) // МЭиМО, 2003. № 7. С. 52–61.
48. Радыгин А. Д. Корпоративное управление России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики, 2002. № 1. С. 101–124.

49. Радыгин А. Д. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики, 2004. № 4. С. 42–65.
50. Рогожин А. Опыт стран «догоняющего развития» и российская действительность // МЭиМО, 1999. № 7. С. 12–21.
51. Розанова Н. М. Развивающиеся рынки капитала: чему учит мировой опыт // МЭиМО, 2007. № 2. С. 24–31.
52. Розанова Н. М. Эволюция взглядов на природу фирмы в западной экономической науке // Вопросы экономики, 2002. № 1. С. 50–67.
53. Российский бизнес за рубежом: динамика развития. // Московская школа управления Сколково. Рабочие материалы. Ноябрь 2008.
54. Скидельский Р. Финансовый кризис и контуры мировой экономической системы будущего // Мир перемен, 2009. № 1. С. 12–22.
55. Теперман В., Шевакина О. Мексика в поисках баланса внешнеэкономических связей // МЭиМО, 2007. № 9. С. 82–90.
56. Федоровский А. Н. Южнокорейский опыт внешнеориентированного развития: уроки для России // МЭиМО, 1999. № 7. С. 47–51.
57. Черноуцан Е. Государство и приватизация крупных компаний в отраслях высоких технологий (опыт Франции) // МЭиМО. 2002. № 10. С. 47–54.
58. Юданов А. История и теория крупного предприятия (взгляд из России) // МЭиМО, 2001. № 7. С. 23–33.
59. Юданов Ю. Многообразие европейских предпринимательских моделей // МЭиМО, 2003. № 12. С. 26–34.
60. Bentley A.F. The Process of Government: A Study of Social Pressures. — Chicago : University of Chicago Press, 1908.
61. Bernheim D.B., Whinston M. D. Menu Auctions, Resource Allocation, and Economic Influence // The Quarterly Journal of Economics, 1986. № 1. P. 1–32.
62. Blecker A.R. Macroeconomic and Structural Constraints on Export-Led Growth in Mexico. American University working paper, March 2006.
63. Clark J. B., Clark J. M. The Control of Trusts. New York : A.M. Kelley, 1971.
64. Coase R.H. The Nature of the Firm // Economica, 1937. № 4. P. 386–405.
65. Davis J. Corporations. — Ontario : Batoche Books, 2001.
66. Demsetz H. Barriers to Entry // American Economic Review. 1982. № 1. P. 47–57.

67. Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. The New Comparative Economics // *Journal of Comparative Economics*, 2003. Vol. 31, № 4. P. 595–619.
68. Fama E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 1980. Vol. 88, № 2 (April). P. 290.
69. Goldbe K.P., Giovanni M., Protection for Sale: An Empirical Investigation // *American Economic Review*, 1999. Vol. 89, № 5. P. 1135–1155.
70. Grossman G., Helpman E. Protection For Sale // *American Economic Review*, 1994. Vol. 84. P. 833–850.
71. Grossman G.M., Helpman E. *Special Interest Politics*. — Cambridge, Massachusetts : The MIT Press. 2001.
72. Guriev S., Rachinsky A. The Role of Oligarchs in Russian Capitalism. CEFIR, 2004.
73. Haber S. *Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence*. The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University, 2002.
74. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure // *The Journal of Financial Economics*, 1976. Vol. 3, № 4. P. 305–360.
75. Knight F.H. *Risk, Uncertainty, and Profit*. — Boston : MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.
76. Krueger A.O. Why Crony Capitalism Is Bad for Economic Growth / Stephen Haber (ed.) *Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: Theory and Evidence*. The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University, 2002.
77. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. The Quality of Government // *Journal of Law, Economics and Organization*, 1999. Vol. 15, № 1 (February).
78. Levine R. *Finance and Growth: Theory and Evidence* // NBER working paper. № 10766, September 2004.
79. Mayer, W. Endogenous Tariff Protection // *The American Economic Review*, 1984. Vol. 74, № 5. (December). P. 970–985.
80. Milgrom P., Weber R. A Theory of Auctions and Competitive Bidding // *Econometrica*, 1982. № 5. P. 1089–1122.
81. Mizuchi S. *Mark Berle and Means Revisited: the Governance and Power of Large U.S. Corporations*. University of Michigan, 2004 (April).
82. Park S.-C. *Industrial Policy and Regional Development: A Diachronic Comparison of Japanese and South Korean Economic Strategies* / P. Nagel (ed.) *Handbook of Global Economic Policy*. — New York : Marcel Dekker Inc., 2000.

83. Polaski S. Jobs, Wages, and Household Income, / J.J. Audley, et al., NAFTA's Promise and Reality: Lessons from Mexico for the Hemisphere. — Washington : Carnegie Endowment for International Peace, 2003.
84. Polterovich V. and Popov V. Democratization, Quality of Institutions and Economic Growth. NES Working Paper. № 2006/056.
85. Posner R.A. Antitrust Law: An Economic Perspective // Univ. of Chicago Press, 1976.
86. Posner R.A. Theories of Economic Regulation // The Bell Journal of Economics and Management Science, 1974. Vol. 5, № 2 (Autumn). P. 335–358.
87. Sachs G. Nature, Nurture, and Growth // Economist, 1997. Jun 14. P. 19–22.
88. Shin Jang-Sup. Corporate Restructuring after Financial Crisis in South Korea, A Critical Appraisal. Department of Economics, National University of Singapore, July 2002.
89. Slinko I., Yakovlev E., Zhuravskaya E. Laws for Sale: Evidence from Russia. CEFIR, August 2004.
90. Stigler George J. The Theory of Economic Regulation // Bell Journal of Economics, 1971. № 2. P. 3–21.
91. Stone M.R. Corporate Sector Restructuring. The Role of Government in Times of Crisis. IMF, 2002.
92. Sullivan A., Sheffrin S.M. Economics: Principles in action. Upper Saddle River. — New Jersey 07458 : Pearson Prentice Hall, 2003.
93. Truman B. D. The Governmental Process: Political Interests and Public Opinion. — New York : Alfred A. Knopf, 1958.
94. From Transition to Development: A Country Economic Memorandum for The Russian Federation. — Moscow : World Bank, 2004.
95. Yakovlev E., Zhuravskaya E. State Capture and Controlling Owners of Firms. CEFIR, June 2004.
96. Гэлбрейт Д.К. Экономические теории и цели общества. — М. : Прогресс, 1976. URL: [http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g\\_framen.pl](http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g_framen.pl).
97. Рима И.Х. Неоклассическая теория и раскол: 1890–1930 гг.: Современная экономическая мысль. Серия: «Экономическая мысль Запада» / под ред. Афанасьева В.С. и Энтова Р. М. — М.: Прогресс, 1981. URL: [http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g\\_framen.pl](http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g_framen.pl).
98. Сталелитейные холдинги: развитие через кризис. Аналитический обзор ИК «Совлинк», 2008. URL: [http://www.sovlink.ru/files/081226\\_SOVL\\_STEEL\\_rus.pdf](http://www.sovlink.ru/files/081226_SOVL_STEEL_rus.pdf).
99. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. URL: <http://ek-lit.agava.ru/smitsod.htm>.

100. Черная металлургия: второй эшелон. Аналитический обзор ИК «Совлинк», 2008  
URL: [http://www.sovlink.ru/files/080404\\_SOVL\\_STEEL\\_rus.pdf](http://www.sovlink.ru/files/080404_SOVL_STEEL_rus.pdf).
101. Шумпетер Й.А. Капитализм, социализм и демократия. URL:  
<http://bookz.ru/authors/6umpeter-iozef/shumpeter01/1-shumpeter01.html>.
102. Шэкл Л.С. Новые направления в экономической теории: 1926–1939 гг.: Современная экономическая мысль. Серия: «Экономическая мысль Запада». / под ред. Афанасьева В.С. и Энтова Р.М. — М., «Прогресс», 1981. URL: [http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g\\_framen.pl](http://gallery.economicus.ru/cgi-ise/gallery/g_framen.pl).
103. Demsec G. The Firm in Economic Theory: A Quiet Revolution // American Economic Review, 1997. vol. 87. № 2. P. 426–429. URL: <http://ecoman.narod.ru/library/quiet.htm>.
104. US Code Public Utility Holding Company Act. URL:  
<http://www4.law.cornell.edu/uscode/15/ch2C.html>.

## Приложение 1. Методика расчета индекса *IVI*, отражающего премию/дисконт для рыночных активов

### Расчет индекса *IVI*

Индекс, обозначаемый нами как *IVI* (*Investor Value Index*), служит усредненной мерой оценки актива инвесторами относительно группы активов, к которой он относится. Индекс вычисляется методом расчета взвешенного среднегеометрического значения мультипликаторов, которые характеризуют положение актива в группе. В случае отдельной компании этими показателями являются ее финансовые мультипликаторы, взятые относительно среднеотраслевых значений. Среднегеометрическое значение эквивалентно среднеарифметическому при размещении усредняемых величин на логарифмической шкале.

Экономический смысл *IVI* компании — относительная мера того, насколько ее рыночная стоимость выше (если  $IVI > 1$ ) того значения, которое она могла бы иметь, если бы соответствовала среднеотраслевым величинам ключевых финансовых мультипликаторов. В случае  $IVI > 1$  можно говорить о том, что актив обладает премией по отношению к другим активам в отрасли. При значениях  $< 1$ , напротив, имеет место недооценка актива, или дисконт.

В качестве мультипликаторов мы использовали четыре показателя:  $P/S$  (отношение капитализации к выручке),  $P/E$  (отношение капитализации к прибыли),  $P/BV$  (отношение капитализации к собственному капиталу) и  $EV/EBITDA$  (отношение экономической стоимости предприятия к прибыли до уплаты налогов, за вычетом процентных платежей и амортизации). Эти коэффициенты выбраны, поскольку их расчет легко проводится для большинства компаний и позволяет, применяя разные веса, оценивать представителей разных отраслей. В то же время каждый из них в определенных условиях является лучшей переменной для оценки стоимости компании.

Коэффициент  $P/S$  для большинства компаний дает не самую точную оценку премии/дисконта, однако он наиболее эффективен в тех случаях, когда расчет других мультипликаторов не дает адекватного результата.

Коэффициент  $P/E$  — наиболее часто применяемый в финансовом анализе мультипликатор, который прямо связывает стоимость компании с доходом ее акционеров. Его применение ограничено случаями, когда прибыль положительна.

Коэффициент  $P/BV$  отражает рыночную стоимость компании относительно стоимости ее собственных средств. Этот мультипликатор не учитывает эффективность

использования капитала, однако является более стабильной величиной по сравнению с мультипликаторами, основанными на прибыли.

Коэффициент  $EV/EBITDA$  выражается как: (капитализация + долгосрочный долг + краткосрочный долг – денежные средства) / (прибыль до налогообложения + расходы по процентам – доходы по процентам + амортизация). Он позволяет учесть в анализе доходность не только собственного капитала, но и всех средств компании, включая заемный капитал. Данный мультипликатор обладает наиболее низкой дисперсией для компаний, предоставляющих надежную отчетность, однако именно по этой причине его применение ограничено в тех случаях, когда нет адекватной информации о долгах компании или величине ее амортизационных и процентных расходов.

Мультипликаторы  $P/S$  и  $EV/EBITDA$  имеют экономический смысл для большинства производственных активов, однако он практически отсутствует при оценке компаний, оперирующих в финансовой сфере или в торговле, поскольку для них не принципиальны значения выручки и амортизации.

Для оценки компаний из разных отраслей мы применяли разные веса мультипликаторов, что позволило полнее учитывать их специфику. Расчет весов осуществлялся на основе дисперсионного анализа мультипликаторов в каждой из отраслей. В тех случаях, когда расчет определенного мультипликатора для компании не представлялся возможным по причине некорректности, либо неадекватности исходных данных, его вес перераспределялся между весами других мультипликаторов, что позволяло получить оценку активов при условии приемлемого роста погрешности.

Для сохранения линейности показателей во времени и исключения локальных выбросов для каждого мультипликатора были установлены определенные границы. При выходе мультипликатора за границу коридора использовалось граничное значение. При выходе в область недопустимых значений, например в отрицательную зону, мультипликатор исключается из расчетов. Подобное возможно, например, при расчете  $P/E$  для отрицательной прибыли. Чтобы уменьшить число таких случаев, в том случае, если прибыль оказывалась негативной в течение только одного года, мы использовали прибыль предыдущего года. Пределы мультипликаторов были установлены следующим образом:

**Таблица П1.1. Граничные значения мультипликаторов**

Мультипликатор	Нижняя граница	Верхняя граница
$P/S$	0,05	150
$P/E$	1	200
$P/BV$	0,2	50
$EV/EBITDA$	0,5	200

Источник: составлено автором на основе дисперсионного анализа данных компаний и динамики рыночной капитализации

Следует указать также на отличие в расчете показателей *IVI* и дисперсии для отраслей и секторов. В каждый сектор может входить несколько отраслей. При этом каждая компания относится по классификации либо к одной из отраслей, и в таком случае ее показатели сопоставляются со среднеотраслевыми значениями, либо к сектору в целом. Во втором случае сравнение производится со значениями, характеризующими сектор. Это актуально прежде всего для многопрофильных компаний, которые присутствуют сразу во многих отраслях одновременно. При расчете дисперсии и *IVI* для секторов суммировались отклонения компаний относительно среднеотраслевых значений с отклонениями относительно значений сектора для тех компаний, которые принадлежат к сектору в целом.

В формульном выражении запись индекса *IVI* для компании выглядит так:

$$IVI_i = \prod_{t=1}^T \left( \left( \frac{S_{it}}{S_{jt}} \right)^{W_t} \right)^{\frac{1}{\sum_{t=1}^T W_t}} = e^{\left( \frac{\sum_{t=1}^T \ln \left( \frac{S_{it}}{S_{jt}} \right) * W_t}{\sum_{t=1}^T W_t} \right)}, \quad (I)$$

где

$IVI_i$  — *IVI* компании  $i$ ;

$T$  — количество мультипликаторов, используемых в анализе (3);

$W_t$  — вес  $w$  мультипликатора  $t$  в оценке, скорректированный на значение

мультипликатора:  $W_t = M_i * w_t / \left( \frac{S_{it}}{S_{jt}} \right)$ , где

$M_i$  — капитализация компании  $i$ ;

$S_{it}$  — мультипликатор  $t$  компании  $i$ ;

$S_{jt}$  — средний мультипликатор  $t$  отрасли  $j$ .

Среднеотраслевые мультипликаторы рассчитываются также методом получения взвешенного среднегеометрического значения, где в качестве весов используется база мультипликатора.

$$S_j = \prod_{i=1}^J \left( (S_i)^{M_i/S_i} \right)^{1/\sum_{i=1}^J (M_i/S_i)} = e^{\left( \frac{\sum_{i=1}^J (\ln(S_i) * M_i/S_i)}{\sum_{i=1}^J M_i/S_i} \right)}, \quad (II)$$

где

$S_j$  — мультипликатор для отрасли  $j$ ;

$M_i$  — капитализация компании  $i$ .

$J$  — количество компаний в отрасли  $j$ .

Агрегированный индекс  $IVI$  для страны (индекс  $IVI$  по группе отраслей — сектору считается аналогичным образом) представляет собой взвешенное среднегеометрическое значение на базе индивидуальных  $IVI$  составляющих ее компаний.

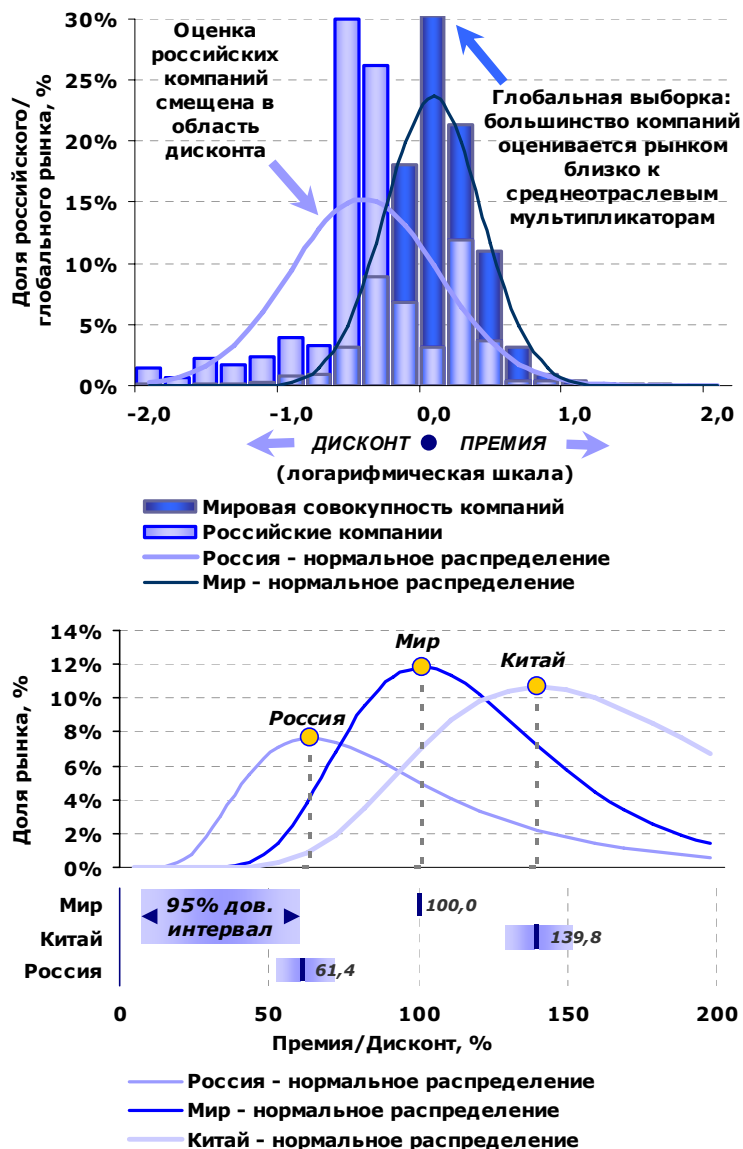
$$IVI_k = \prod_{i=1}^K \left( \prod_{t=1}^T \left( \left( \frac{S_{it}}{S_{jt}} \right)^{W_t} \right) \right)^{\frac{1}{\sum_{i=1}^K \sum_{t=1}^T W_t}} = e^{\left( \frac{\sum_{i=1}^K \sum_{t=1}^T \left( \ln \left( \frac{S_{it}}{S_{jt}} \right) * W_t \right)}{\sum_{i=1}^K \sum_{t=1}^T W_t} \right)}, \quad (III)$$

где

$IVI_k$  —  $IVI$  страны  $k$ ;

$K$  — количество компаний в стране  $k$ .

Рисунок П1.1. Расчет индекса  $IVI$  на примере российских компаний и глобальной выборки; аппроксимация нормальным распределением иллюстрирует величину дисперсии оценок (данные на 01.01.2009)



Источник: расчеты автора на основе данных компаний и рыночной капитализации.

Приведем также альтернативную формулу расчета индекса  $IVI$  для страны:

$$IVI_k = e^{\left( \frac{\sum_{i=1}^K (\ln(IVI_i) * \hat{M}_i)}{\sum_{i=1}^K \hat{M}_i} \right)} \quad (IV)$$

где  $\hat{M}_i = \frac{M_i}{IVI_i}$  — скорректированная на величину  $IVI$  капитализация компании  $i$ ,

отражающая ее теоретическую стоимость, очищенную от эффекта региональных и индивидуальных рисков.

Полученный на основе формулы IV результат будет незначительно отличаться от значений, рассчитанных по формуле III, вследствие того, что последняя учитывает в весах компаний эффект исключения из анализа мультипликаторов, показывающих неадекватные значения. Между тем, поскольку при этом занижается значение тех отраслей экономики, в которых отдельные мультипликаторы неприменимы по определению, мы будем использовать результаты, полученные на основе формулы IV.

### **Оценка погрешности**

Для оценки погрешности наблюдений мы будем использовать формулу расчета дисперсии, которая также основана на взвешивании квадратов отклонений по параметрам отчетности. В качестве взвешиваемой величины используется квадрат логарифма отклонения мультипликатора от среднеотраслевого значения.

$$D_j = \frac{\sum_{i=1}^J ((\ln(IVI_i) - \ln(IVI_j))^2 * \hat{M}_i)}{\sum_{i=1}^J \hat{M}_i} \quad (V)$$

Для глобальной отрасли  $\ln(IVI_j) = 0$ .

Для расчета дисперсии показателя  $IVI$  национальных отраслей необходимо учитывать дисперсию соответствующего показателя глобальной отрасли. Оцениваемую нами величину можно представить как:  $\ln(IVI_{j,k}) - \ln(IVI_j)$ , где  $IVI_{j,k}$  —  $IVI$  отрасли  $j$  для компаний страны  $k$ . Исходя из формулы дисперсии разности средних величин, имеем:

$$D'_{j,k} = D_{j,k} + D_j - 2 * Cov(IVI_{j,k}, IVI_j), \quad (VI)$$

Известно, что последний компонент суммы стремится к нулю при условии независимости  $IVI$  национальных и зарубежных компаний в отрасли. Однако, поскольку национальные компании составляют определенную долю выборки глобальной отрасли, такая зависимость существует, и мы не можем его опустить. Очевидно также, что если

глобальная отрасль формируется компаниями одной страны, т.е.  $D_{j,k} = D_j$ , ковариация будет совпадать с дисперсией, а величина  $D'_{j,k}$  окажется равной нулю. В этом случае величина национального  $IVI$  будет равна единице и при этом не будет нести в себе никакой смысловой нагрузки.

Показатель ковариации национальных и зарубежных компаний в отрасли не может быть вычислен прямо по причине различия в количестве наблюдений. Тем не менее, опираясь на наш предыдущий вывод, мы можем заменить его на долю дисперсии национальных компаний, пропорциональную их весу в глобальной выборке. Таким образом, имеем:

$$D'_{j,k} = D_{j,k} + D_j - 2 * D_{j,k} * \frac{\sum_{i=1}^{J,K} \hat{M}_{i,k}}{\sum_{i=1}^J \hat{M}_i}, \quad (VI)$$

Для расчета стандартной ошибки  $SE$  используем формулу:

$$SE_j = \sqrt{\frac{D_j}{\hat{J} - 1}}, \quad (VI)$$

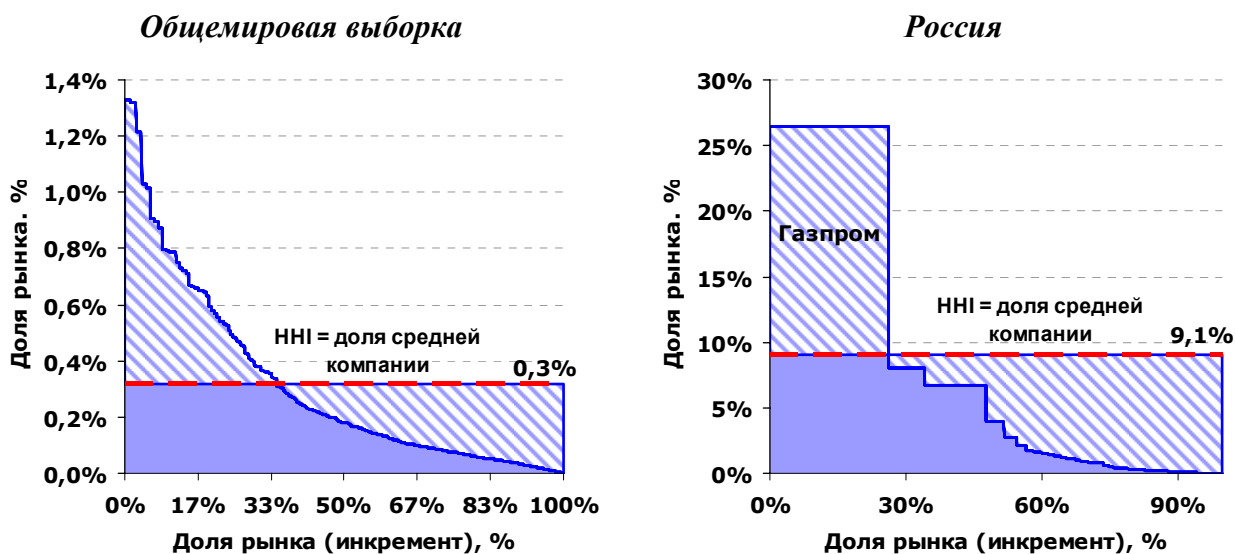
где  $\hat{J}$  — скорректированное количество компаний в отрасли  $j$ .

Поскольку наша задача — оценка агрегированных совокупностей, таких как страны и отрасли, мы не можем использовать для оценки погрешности непосредственное число компаний. Это приведет к заниженным значениям ошибки, так как значимость крупных игроков в наших расчетах существенно выше, а их количество, как правило, ограничено. Для расчета количества игроков в отрасли мы воспользуемся величиной, обратной коэффициенту концентрации Герфиндаля-Хиршмана (ННІ), который является функцией от дисперсии долей компаний в рассматриваемой совокупности. Таким образом,

$$\hat{J} = ННІ^{-1} = \frac{\left(\sum_{i=1}^J \hat{M}_i\right)^2}{\sum_{i=1}^J \hat{M}_i^2} = \left(\frac{1}{J} + J * Var\left(\frac{\hat{M}_i}{\sum_{i=1}^J \hat{M}_i}\right)\right)^{-1}. \quad (VIII)$$

Расчет ННІ индекса можно проиллюстрировать графически. Согласно определению, ННІ соответствует сумме рыночных долей компаний, взвешенных по их же собственным весам. На графиках П2 отражены взвешенные доли компаний, а значение ННІ соответствует линии, разделяющей доли компаний, имеющих большее и меньшее (чем ННІ) значение, на две равные по площади части. Доля рынка определена на основе показателя скорректированной капитализации  $\hat{M}_i$ .

Рисунок П1.2. Расчет доли средней компании на рынке на основе ННИ



Источник: расчеты автора на основе данных компаний и рыночной капитализации

Используя значения  $D_j$  и  $\hat{J}$ , мы можем рассчитать границы доверительного интервала для полученных величин индекса  $IVI$  исходя из заданного значения вероятности  $p$ . Верхняя  $IVI_j^{UP}$  и нижняя  $IVI_j^{LO}$  границы интервала для индекса  $IVI$  отрасли  $j$  будут рассчитываться по формулам:

$$IVI_j^{UP} = IVI * e^{SE_j * T(p, \hat{J}-1)} \quad (IX) \quad \text{и} \quad IVI_j^{LO} = IVI / e^{SE_j * T(p, \hat{J}-1)}, \quad (X)$$

где  $T(p, \hat{J}-1)$  — критическое значение t-статистики, основанной на распределении Стьюдента для вероятности  $p$  и числа степеней свободы  $\hat{J}-1$ . Для расчета доверительного интервала мы использовали уровень статистической значимости 95%.

Расчет дисперсии и стандартной ошибки для стран производится по тому же алгоритму, что и для отраслей. Однако при оценке границ доверительного интервала необходимо сделать поправку на эффект сильной связи рассматриваемой выборки и генеральной совокупности в отраслях с небольшим количеством игроков. В случае, когда выборка практически полностью охватывает объем генеральной совокупности, границы доверительного интервала должны быть ближе друг к другу за счет того, что математическое ожидание  $IVI$  будет достаточно близко соответствовать средней выборочной величине индекса. Таким образом, граница доверительного интервала для части генеральной совокупности, которая охвачена выборочными наблюдениями, будет со 100% достоверностью соответствовать величине стандартной ошибки. Следовательно, границу доверительного интервала для математического ожидания  $Ln(IVI)$  по стране можно представить следующим образом:

$$SE_J * T(p, \hat{J} - 1) * (1 - U_J) + SE_J * U_J = SE_J * (T(p, \hat{J} - 1) * (1 - U_J) + U_J), \quad (V)$$

Где  $U_J$  — доля охвата выборкой совокупности компаний страны, представленных на фондовом рынке. Этот показатель можно получить на основе данных о совокупной рыночной капитализации национальных компаний. В наших расчетах мы использовали  $U=1$  для российских компаний, поскольку наша выборка полностью охватывает российский фондовый рынок. Для глобальных отраслевых показателей использовалась величина  $U=0,6$ , что приблизительно соответствует охвату нашей выборкой глобального фондового рынка.

Показатель дисперсии для компаний по стране  $D_k$  рассчитывается с учетом поправки на дисперсию глобальных отраслей  $D_i^J$ , с которыми сравниваются национальные компании.

$$D_k = \frac{\sum_{i=1}^K \left( (\ln(IVI_i) - \ln(IVI_j))^2 + D_i^J \right) * \hat{M}_i}{\sum_{i=1}^K \hat{M}_i}. \quad (V)$$

Дополнительная информация, необходимая для расчетов, содержится в Приложениях 2–4. **Приложение 2** представляет характеристики выборок и результат оценки погрешности для отдельных отраслей и стран. В **Приложении 3** содержится информация о распределении весов мультипликаторов для различных отраслей, которые необходимы для расчета интегральных отраслевых оценок. **Приложение 4** показывает промежуточные результаты оценки в виде отдельных мультипликаторов для средней российской и мировой компаний в зависимости от отраслевой принадлежности.

## Приложение 2. Распределение исследуемых компаний по отраслевой и территориальной принадлежности

Сектор/Отрасль	Мир			Россия		
	Число фирм	1/HHI *	SE *	Число фирм	1/HHI *	SE *
<b>Биотехнологии</b>	<b>5</b>	<b>3,20</b>	<b>0,72</b>			
<b>Строительство</b>	<b>216</b>	<b>39,28</b>	<b>0,13</b>	<b>87</b>	<b>18,76</b>	<b>0,34</b>
- Строительные материалы	73	14,19	0,27	22	5,28	0,78
- Мосты и дороги	43	9,04	0,30	17	11,50	0,50
<b>Химия</b>	<b>91</b>	<b>17,86</b>	<b>0,20</b>	<b>36</b>	<b>8,47</b>	<b>0,50</b>
- Удобрения	28	6,62	0,61	11	4,73	0,79
<b>Коммерческие услуги</b>	<b>1</b>	<b>1,00</b>	<b>-</b>			
<b>Связь</b>	<b>149</b>	<b>41,91</b>	<b>0,10</b>	<b>27</b>	<b>2,72</b>	<b>3,43</b>
- Мобильная связь	22	8,49	0,28	2	1,98	2,34
- СМИ	37	15,56	0,15	4	1,07	-
- Телекоммуникации	87	20,29	0,17	21	7,19	0,97
<b>IT</b>	<b>31</b>	<b>12,34</b>	<b>0,18</b>			
- Интернет-контент	9	4,15	0,59			
- Программное обеспечение	16	5,44	0,25			
<b>Потребительский сектор</b>	<b>137</b>	<b>31,30</b>	<b>0,10</b>	<b>22</b>	<b>3,96</b>	<b>1,20</b>
- Косметика	11	3,00	1,14	2	2,00	6,95
- Мебель	10	3,08	1,53	3	2,40	4,01
- Здравоохранение	16	10,67	0,22			
- Гостиницы	6	3,91	0,44			
- Фармацевтика	63	18,63	0,12	12	2,48	3,21
- Рестораны	3	1,88	4,01			
- Одежда	22	6,06	0,44	2	1,57	78,44
<b>Финансы</b>	<b>301</b>	<b>104,48</b>	<b>0,10</b>	<b>34</b>	<b>3,69</b>	<b>0,59</b>
- Банки	157	55,50	0,13	25	3,11	0,73
- Финансовые компании	41	11,69	0,38	3	1,69	33,33
- Страхование	64	27,74	0,20	1	1,33	-
- Недвижимость	28	14,66	0,25	5	2,38	2,71
<b>Продовольствие</b>	<b>174</b>	<b>25,67</b>	<b>0,13</b>	<b>49</b>	<b>3,92</b>	<b>1,02</b>
- Сельское хозяйство	20	4,93	0,51	4	2,48	3,01
- Алкоголь	4	2,23	2,53			
- Пивная промышленность	29	10,64	0,24	5	1,19	-
- Кондитерская промышленность	11	3,59	0,69	4	3,70	1,90
- Молочная промышленность	19	10,68	0,31	5	1,55	-
- Мясная промышленность	27	6,42	0,40	15	3,56	2,02
- Табак	7	5,10	0,35			
<b>Лесная промышленность</b>	<b>57</b>	<b>16,47</b>	<b>0,25</b>	<b>18</b>	<b>5,24</b>	<b>0,51</b>
<b>Машиностроение</b>	<b>425</b>	<b>65,91</b>	<b>0,10</b>	<b>188</b>	<b>35,57</b>	<b>0,24</b>
- Шинные компании	20	5,55	0,54	8	2,72	2,78
- Автомобилестроение	44	11,14	0,38	11	3,91	0,63
- Автокомплекующие	38	7,87	0,34	8	2,65	2,09
- ВПК	67	9,78	0,31	48	20,27	0,31
- Электроника	42	21,79	0,16	2	2,33	6,31
- Энергетическое машиностроение	35	6,57	0,54	19	6,18	0,91
- Судостроение	22	5,31	0,37	8	5,01	0,79

Сектор/Отрасль	Мир			Россия		
	Число фирм	1/HHI *	SE *	Число фирм	1/HHI *	SE *
<b>Металлургия</b>	<b>203</b>	<b>44,29</b>	<b>0,15</b>	<b>66</b>	<b>7,28</b>	<b>0,32</b>
- Аллюминий	16	4,76	0,69	2	1,90	4,09
- Медь	16	5,24	0,64	7	3,83	1,20
- Цветные металлы	45	9,55	0,40	17	1,32	-
- Продукция	33	10,94	0,23	13	6,92	0,68
- Черные металлы	65	18,61	0,25	20	5,04	0,42
- Трубы	28	6,37	0,56	7	4,49	0,59
<b>Добыча руд и минералов</b>	<b>97</b>	<b>16,26</b>	<b>0,22</b>	<b>27</b>	<b>9,86</b>	<b>0,47</b>
- Уголь	42	6,82	0,45	14	6,95	0,79
- Алмазы	9	2,26	2,60	2	1,43	-
- Золото	21	8,16	0,28	8	2,48	2,64
- Железная руда	10	5,08	0,62	3	1,25	-
<b>Нефть и газ</b>	<b>237</b>	<b>31,34</b>	<b>0,15</b>	<b>121</b>	<b>4,17</b>	<b>0,65</b>
- Переработка и сбыт	50	10,23	0,28	30	3,72	1,20
- Обслуживание	99	12,96	0,24	60	23,02	0,34
<b>Торговля</b>	<b>66</b>	<b>17,07</b>	<b>0,20</b>	<b>11</b>	<b>3,74</b>	<b>1,10</b>
<b>Транспорт</b>	<b>132</b>	<b>31,93</b>	<b>0,13</b>	<b>29</b>	<b>7,00</b>	<b>0,45</b>
- Авиатранспорт	37	14,57	0,34	9	2,36	2,22
- Автомобильный транспорт	16	7,78	0,33	1	1,00	-
- Водный транспорт	54	10,47	0,29	18	4,18	0,89
- Железнодорожный транспорт	19	11,33	0,11			
- Логистика	6	3,57	0,83	1	1,00	-
<b>Электроэнергетика</b>	<b>228</b>	<b>38,34</b>	<b>0,12</b>	<b>103</b>	<b>14,12</b>	<b>0,31</b>
- Распределение	33	7,51	0,39	11	3,38	1,10
- Генерация	45	10,04	0,41	28	6,54	0,64
- Сбыт	44	19,52	0,27	44	19,52	0,27
- Передача	27	6,13	0,57	11	5,37	0,62

\* *1/HHI* — величина, обратная индексу Герфиндаля-Хиршмана, которая показывает число значимых компаний, оказывающих определяющее влияние на результаты.

*SE* — стандартная ошибка для расчета *IVI* исходя из уровня значимости 95%.

Оценка погрешности на 01.01.2009.

*Источник: составлено автором на основе дисперсионного анализа данных компаний и динамики рыночной капитализации*

## Распределение исследуемых компаний по регионам и странам

Страна	Число фирм	1/HHI	SE
<b>Африка</b>	<b>27</b>	<b>14,05</b>	<b>0,29</b>
- Южная Африка	27	11,19	0,30
<b>Восточная Азия</b>	<b>570</b>	<b>148,05</b>	<b>0,08</b>
- Австралия	44	9,63	0,31
- Вьетнам	20	8,97	0,25
- Индия	57	17,15	0,23
- Индонезия	11	5,11	0,86
- Китай	136	23,42	0,14
- Малайзия	16	4,85	0,81
- Новая Зеландия	5	2,26	3,78
- Сингапур	15	4,28	0,72
- Таиланд	8	3,87	0,78
- Тайвань	28	8,91	0,35
- Филиппины	5	2,79	2,42
- Южная Корея	65	13,05	0,27
- Япония	160	48,55	0,12
<b>Восточная Европа</b>	<b>61</b>	<b>19,84</b>	<b>0,30</b>
- Болгария	1	1,00	-
- Венгрия	8	2,41	1,00
- Латвия	1	1,00	-
- Литва	5	3,87	0,77
- Польша	18	4,62	0,66
- Румыния	3	1,85	10,69
- Словения	2	1,24	-
- Турция	14	2,64	1,26
- Хорватия	2	1,28	-
- Чехия	6	1,62	4,45
- Эстония	1	1,00	-
<b>Западная Европа</b>	<b>424</b>	<b>118,17</b>	<b>0,08</b>
- Австрия	11	2,99	1,14
- Бельгия	19	3,50	0,76
- Великобритания	76	17,55	0,16
- Германия	57	21,13	0,15
- Греция	14	2,84	1,24
- Дания	11	4,11	0,63
- Ирландия	7	2,39	1,42
- Испания	29	7,09	0,26
- Италия	36	5,68	0,36

Страна	Число фирм	1/HHI	SE
- Люксембург	3	2,63	0,36
- Нидерланды	19	3,14	-
- Норвегия	15	2,44	1,14
- Португалия	8	3,54	0,70
- Финляндия	9	3,38	1,07
- Франция	66	17,78	0,17
- Швейцария	21	5,35	0,29
- Швеция	23	9,32	0,26
<b>Латинская Америка</b>	<b>69</b>	<b>15,56</b>	<b>0,28</b>
- Аргентина	8	2,58	3,46
- Бразилия	32	5,70	0,48
- Венесуэла	1	1,00	-
- Колумбия	2	1,64	-
- Мексика	13	6,63	0,36
- Чили	13	4,85	0,71
<b>Северная Америка</b>	<b>446</b>	<b>124,07</b>	<b>0,07</b>
- Бермудские о-ва	3	-	-
- Канада	66	23,88	0,16
- США	377	88,02	0,07
<b>СНГ</b>	<b>909</b>	<b>14,92</b>	<b>0,20</b>
- Грузия	1	-	-
- Казахстан	3	1,20	-
- <b>РОССИЯ</b>	<b>818</b>	<b>11,98</b>	<b>0,21</b>
- Украина	87	23,95	0,26
<b>Центральная Азия</b>	<b>29</b>	<b>8,90</b>	<b>0,37</b>
- Египет	3	2,05	4,42
- Израиль	8	1,81	6,43
- Иордания	3	1,36	-
- Кувейт	4	1,00	-
- Пакистан	1	1,00	-
- Саудовская Аравия	10	2,19	1,77

\*  $1/HHI$  — величина, обратная индексу Герфиндаля-Хиршмана, которая показывает число значимых компаний, оказывающих определяющее влияние на результаты.  
 $SE$  — стандартная ошибка для расчета IVI исходя из уровня значимости 95%.  
 Оценка погрешности представлена на 01.01.2009.

*Источник: составлено автором на основе дисперсионного анализа данных компаний и динамики рыночной капитализации*

### Приложение 3. Распределение весов мультипликаторов для оценки отраслей

Сектор/Отрасль	P/S	P/E	P/BV	EV/EBITDA
<b>Биотехнологии</b>	<b>0,25</b>	<b>0,23</b>	<b>0,24</b>	<b>0,27</b>
<b>Строительство</b>	<b>0,21</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>	<b>0,28</b>
- Строительные материалы	0,22	0,27	0,23	0,28
- Мосты и дороги	0,20	0,25	0,24	0,30
<b>Химия</b>	<b>0,19</b>	<b>0,29</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>
- Удобрения	0,22	0,26	0,24	0,27
<b>Коммерческие услуги</b>	<b>0,33</b>	<b>0,17</b>	<b>0,17</b>	<b>0,33</b>
<b>Связь</b>	<b>0,24</b>	<b>0,27</b>	<b>0,21</b>	<b>0,28</b>
- Мобильная связь	0,27	0,31	0,16	0,26
- СМИ	0,28	0,28	0,18	0,26
- Телекоммуникации	0,23	0,25	0,23	0,29
<b>IT</b>	<b>0,19</b>	<b>0,30</b>	<b>0,23</b>	<b>0,28</b>
- Компьютеры	-	-	-	-
- Интернет-контент	0,22	0,32	0,18	0,28
- Программное обеспечение	0,22	0,30	0,21	0,28
<b>Потребительский сектор</b>	<b>0,20</b>	<b>0,29</b>	<b>0,23</b>	<b>0,28</b>
- Косметика	0,24	0,32	0,18	0,26
- Мебель	0,20	0,32	0,19	0,29
- Здоровоохранение	0,19	0,30	0,21	0,30
- Гостиницы	0,21	0,25	0,27	0,27
- Фармацевтика	0,26	0,27	0,21	0,26
- Рестораны	0,15	0,20	0,20	0,25
- Одежда	0,19	0,31	0,19	0,30
<b>Финансы</b>	<b>-</b>	<b>0,27</b>	<b>0,26</b>	<b>-</b>
- Банки	-	0,27	0,24	-
- Финансовые компании	-	0,23	0,27	-
- Страхование	-	0,26	0,28	-
- Недвижимость	-	0,28	0,26	-
<b>Продовольствие</b>	<b>0,16</b>	<b>0,31</b>	<b>0,24</b>	<b>0,30</b>
- Сельское хозяйство	0,15	0,28	0,29	0,28
- Алкоголь	0,24	0,27	0,22	0,27
- Пивная промышленность	0,18	0,29	0,24	0,29
- Кондитерская промышленность	0,25	0,29	0,14	0,31
- Молочная промышленность	0,20	0,31	0,20	0,29
- Мясная промышленность	0,24	0,20	0,27	0,28
- Табак	0,14	0,32	0,22	0,32
<b>Лесная промышленность</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,26</b>	<b>0,26</b>
<b>Машиностроение</b>	<b>0,16</b>	<b>0,29</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>
- Шинные компании	0,19	0,31	0,24	0,26
- Автомобилестроение	0,10	0,29	0,30	0,31
- Автокомплекующие	0,11	0,30	0,30	0,29

Сектор/Отрасль	P/S	P/E	P/BV	EV/EBITDA
- ВПК	0,22	0,28	0,20	0,30
- Электроника	0,17	0,29	0,27	0,28
- Энергетическое машиностроение	0,25	0,27	0,20	0,27
- Судостроение	0,20	0,29	0,21	0,30
<b>Металлургия</b>	<b>0,17</b>	<b>0,29</b>	<b>0,26</b>	<b>0,28</b>
- Алюминий	0,16	0,28	0,26	0,30
- Медь	0,23	0,26	0,23	0,27
- Цветные металлы	0,16	0,29	0,27	0,28
- Метизы	0,16	0,28	0,28	0,28
- Черные металлы	0,15	0,29	0,27	0,29
- Трубы	0,16	0,29	0,23	0,31
<b>Добыча руд и минералов</b>	<b>0,20</b>	<b>0,26</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>
- Уголь	0,17	0,23	0,30	0,29
- Алмазы	0,23	0,25	0,22	0,30
- Золото	0,24	0,25	0,25	0,26
- Железная руда	0,24	0,24	0,25	0,26
<b>Нефть и газ</b>	<b>0,18</b>	<b>0,28</b>	<b>0,26</b>	<b>0,27</b>
- Переработка и сбыт	0,17	0,28	0,27	0,28
- Обслуживание	0,12	0,31	0,27	0,30
<b>Торговля</b>	-	<b>0,28</b>	<b>0,21</b>	<b>0,28</b>
<b>Транспорт</b>	<b>0,21</b>	<b>0,25</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>
- Авиатранспорт	0,22	0,23	0,27	0,27
- Автомобильный транспорт	0,21	0,32	0,17	0,30
- Водный транспорт	0,19	0,27	0,27	0,27
- Железнодорожный транспорт	0,17	0,27	0,28	0,29
- Логистика	0,29	0,19	0,27	0,25
<b>Электроэнергетика</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>	<b>0,19</b>	<b>0,30</b>
- Распределение	0,24	0,25	0,25	0,25
- Генерация	0,21	0,24	0,28	0,27
- Сбыт	0,32	0,17	0,23	0,27
- Передача	0,25	0,26	0,19	0,29

Источник: составлено автором на основе дисперсионного анализа объясняющей силы мультипликаторов по данным компаний и фондовых бирж.

## Приложение 4. Средние значения мультипликаторов для отраслей и секторов на 01.01.2009

Регион Сектор/Отрасль	Мир				Россия			
	P/S	P/E	P/BV	EV/ ЕБИТДА	P/S	P/E	P/BV	EV/ ЕБИТДА
<b>Биотехнологии</b>	4,94	20,01	3,60	10,74	-	-	-	-
<b>Строительство</b>	0,33	7,43	0,90	5,02	0,26	3,14	0,87	2,09
- Строительные материалы	0,37	6,29	0,70	5,14	0,57	3,51	1,04	2,51
- Мосты и дороги	0,44	10,10	1,48	6,36	0,20	2,94	0,84	1,60
<b>Химия</b>	0,58	8,57	1,43	5,01	0,40	2,39	0,74	1,41
- Удобрения	1,23	6,38	2,34	4,38	0,61	2,50	1,10	1,41
<b>Коммерческие услуги</b>	1,03	13,52	8,19	6,05	-	-	-	-
<b>Связь</b>	0,92	10,13	1,25	4,48	0,34	4,99	0,67	2,61
- Мобильная связь	1,21	9,25	1,20	4,33	0,74	4,38	1,48	2,40
- СМИ	0,92	10,67	1,13	4,85	0,75	16,28	0,92	1,60
- Телекоммуникации	0,86	10,36	1,31	4,44	0,21	5,89	0,45	3,23
<b>IT</b>	1,35	12,47	2,95	6,91	-	-	-	-
- Компьютеры	0,84	10,91	2,68	5,85	-	-	-	-
- Интернет-контент	2,49	18,80	2,79	8,99	-	-	-	-
- Программное обеспечение	2,69	12,65	3,25	7,43	-	-	-	-
<b>Потребительский сектор</b>	1,37	13,78	2,33	7,85	0,37	4,86	1,08	3,52
- Косметика	1,54	15,82	2,24	8,99	0,17	5,80	0,59	3,38
- Мебель	0,20	3,83	0,60	1,95	0,10	2,54	0,40	1,49
- Здоровоохранение	0,53	12,34	1,58	7,23	-	-	-	-
- Гостиницы	0,72	15,68	1,44	8,02	-	-	-	-
- Фармацевтика	2,37	13,65	2,57	7,76	0,87	4,90	1,44	3,55
- Рестораны	1,70	16,02	4,94	9,38	0,19	8,53	1,91	3,72
- Одежда	0,87	13,06	2,06	7,49	0,20	3,59	1,04	3,59
<b>Финансы</b>	0,54	7,64	0,80	1,18	0,56	4,31	0,55	2,01
- Банки	0,60	7,38	0,74	2,61	0,70	4,91	0,59	19,15
- Финансовые компании	0,86	8,71	0,83	3,96	0,23	12,69	0,49	3,06
- Страхование	0,40	7,62	1,03	0,83	2,36	8,10	2,08	2,72
- Недвижимость	1,48	9,21	0,77	10,48	0,11	1,14	0,21	1,37
<b>Продовольствие</b>	0,68	12,16	1,87	6,11	0,33	4,54	0,79	3,21
- Сельское хозяйство	0,23	8,36	1,09	6,03	0,17	3,74	0,25	7,15
- Алкоголь	1,72	12,83	2,19	1,75	0,25	2,72	0,46	112,38
- Пивная промышленность	0,86	14,27	1,33	6,54	0,58	4,02	1,05	2,52
- Кондитерская промышленность	0,76	19,76	1,88	9,14	0,23	2,28	0,51	2,19
- Молочная промышленность	0,32	13,50	1,62	8,18	0,34	7,57	1,08	3,98
- Мясная промышленность	0,17	11,43	0,81	6,98	0,13	2,90	0,53	5,48
- Табак	1,01	12,23	2,52	7,45	-	-	-	-
<b>Лесная промышленность</b>	0,31	6,28	0,81	6,68	0,44	5,51	0,80	3,55
<b>Машиностроение</b>	0,34	8,53	1,05	4,23	0,12	2,30	0,44	2,12
- Шинные компании	0,23	15,73	0,88	5,22	0,10	95,31	0,36	6,64
- Автомобилестроение	0,24	6,81	0,77	2,97	0,08	1,93	0,32	1,88

Регион Сектор/Отрасль	Мир				Россия			
	P/S	P/E	P/BV	EV/ ЕВITDA	P/S	P/E	P/BV	EV/ ЕВITDA
- Автокомплектующие	0,22	7,02	0,73	3,14	0,28	6,55	1,28	5,96
- ВПК	0,54	8,60	1,72	3,23	0,16	1,84	0,38	1,92
- Электроника	0,47	9,29	1,11	5,10	0,09	1,00	0,23	0,70
- Энергетическое машиностроение	0,53	11,47	1,48	4,84	0,18	2,11	0,68	2,93
- Судостроение	0,41	6,36	1,69	3,07	0,12	2,88	0,48	0,73
<b>Металлургия</b>	0,34	4,25	0,80	2,88	0,24	2,02	0,50	1,62
- Алюминий	0,30	9,48	0,76	4,70	0,22	5,96	1,23	4,09
- Медь	0,64	4,43	0,89	2,85	0,21	3,51	0,49	2,11
- Цветные металлы	0,52	4,13	0,82	1,95	0,70	2,48	0,83	1,73
- Метизы	0,30	7,56	1,19	4,65	0,22	3,15	0,80	2,72
- Черные металлы	0,31	3,97	0,76	3,09	0,20	1,79	0,42	1,48
- Трубы	0,37	4,49	0,95	3,20	0,18	1,98	0,45	2,53
<b>Добыча руд и минералов</b>	1,00	6,41	1,27	4,18	0,59	2,59	0,91	2,09
- Уголь	1,11	7,31	1,59	4,54	0,35	1,90	0,57	1,69
- Алмазы	0,60	3,70	0,45	1,68	1,69	12,21	6,60	5,61
- Золото	2,99	21,56	1,96	9,91	2,40	24,86	1,53	3,68
- Железная руда	0,66	3,35	1,08	1,82	0,54	2,18	0,78	1,40
<b>Нефть и газ</b>	0,48	6,21	1,25	3,27	0,43	2,93	0,58	1,87
- Переработка и сбыт	0,28	6,94	1,32	3,88	0,32	4,14	0,97	1,65
- Обслуживание	0,71	8,19	1,30	5,43	0,16	3,56	0,57	1,69
<b>Торговля</b>	0,28	12,83	1,62	6,85	0,21	9,12	1,16	5,23
<b>Транспорт</b>	0,40	9,51	1,20	5,26	0,23	6,62	0,73	4,50
- Авиатранспорт	0,21	6,80	0,85	3,83	0,15	8,39	0,94	5,80
- Автомобильный транспорт	0,28	13,68	1,04	5,69	0,18	41,36	0,56	3,64
- Водный транспорт	0,45	6,85	0,96	4,08	0,53	6,58	0,67	4,16
- Железнодорожный транспорт	1,20	12,16	1,62	6,88	1,00	1,00	1,00	1,00
- Логистика	0,47	17,29	2,01	7,10	0,34	1,00	0,39	3,29
<b>Электроэнергетика</b>	0,81	10,53	1,26	6,54	0,28	9,22	0,44	4,16
- Распределение	0,44	5,84	0,77	2,34	0,22	5,44	0,34	3,04
- Генерация	0,96	10,39	1,10	7,08	0,63	13,28	0,46	5,95
- Сбыт	0,07	3,90	0,80	1,17	0,07	3,90	0,80	1,17
- Передача	1,04	13,61	1,47	7,19	0,40	7,22	0,55	3,93

*Источник: составлено автором на основе выборочного анализа по данным компаний и фондовых бирж*