

**Выдержки из книги «Кныш М.И., Пучков В.В., Тютиков Ю.П. Стратегическое управление корпорациями.- С.Пб.: Издательство «КульТИнформПресс», 2002.- 239с.»**

## **Страницы 6-7**

### **Глава 1**

#### **Корпоративное управление в условиях рыночной экономики**

##### **1.1. Корпоративная форма организации бизнеса**

###### **1.1.1. Основные формы организации бизнеса**

Существуют различные формы организации бизнеса. Простейшей является индивидуальная фирма - фирма индивидуального собственника, которой владеет физическое лицо. Не все индивидуальные фирмы - малые предприятия, некоторые из них являются крупными предприятиями с разветвленной сетью филиалов, большим числом занятых и наемными менеджерами. Индивидуальные фирмы - самая популярная форма организации бизнеса в странах с рыночной экономикой (в США - 70% общего числа фирм, 6% годовой выручки от продаж).

Фирма, находящаяся в собственности двух или более лиц, представляет собой партнерство, по русскоязычной терминологии - товарищество. Партнерство позволяет нескольким лицам объединить свои ресурсы, а каждый из партнеров получает свою долю прибыли в соответствии со своим вкладом. Эта форма бизнеса является в странах с рыночной экономикой наименее распространенной (приблизительно 10% всех фирм и порядка 4% годовой выручки от продаж).

Как в индивидуальной, так и в партнерских фирмах владельцы отвечают личным имуществом за долги. Нет и ограничения по размерам этой ответственности, так как ее объектом являются производственные и личные активы владельцев фирмы.

Альтернативой этим видам бизнеса выступает корпорация (акционерное общество). Это особая форма организации бизнеса, регулируемая законодательством, представляющая с точки зрения закона отдельное юридическое лицо. Посредством инкорпорации - образования акционерного общества владельцы-акционеры создают организацию (фирму, предприятие), которая юридически может владеть имуществом, быть собственником, брать ссуды и т.д. Эта форма организации бизнеса получила широкое распространение в странах с рыночной экономикой.

###### **1.1.2. Понятие «корпорация», ее преимущества и недостатки**

*Корпорация* - это правовая форма бизнеса, отличающаяся от других форм и отделенная от конкретных лиц, ими владеющих. Эти признанные правительством юридические лица, которые могут приобретать ресурсы, владеть активами, производить и продавать продукцию, брать в долг, предоставлять кредиты, предъявлять иск и выступать в суде ответчиком, а также выполнять все те функции, которые выполняют предприятия любого другого типа.

Корпоративная форма бизнеса имеет ряд характеристик, которые отличают ее от индивидуальных предприятий и партнерств.

- Корпорация находится полностью во владении ее акционеров, которые приобрели доли собственности, называемые акциями. Акционеры в качестве собственников корпорации имеют определенные права. Число голосов (прав) у каждого акционера зависит от количества находящихся у него акций.

- Будучи владельцами собственности корпорации, акционеры имеют право на долю доходов. Доходы (дивиденды) выплачиваются акционерам из расчета их величины, приходящейся на одну акцию. Часть прибылей корпорации, не выплачиваемая как дивиденды, именуется нераспределенной прибылью. Корпорация не обязана ежегодно выплачивать дивиденды и может использовать эту прибыль как источник финансирования инвестиций.

- Акционеры не могут быть принуждены отвечать за обязательства и долги корпорации. Данное преимущество не распространяется на владельцев индивидуальных фирм и товариществ.

**Преимущества.** Преимущества корпорации определили ведущую роль этой формы организации бизнеса в современной экономике. Широкое распространение корпоративной формы организации бизнеса связано со следующими ее преимуществами.

1. Корпорация - наиболее эффективная форма организации

## **Страницы 8-9**

бизнеса с точки зрения привлечения денежного капитала. Корпорациям присущ уникальный способ финансирования - через продажу акций и облигаций, - который позволяет привлекать

сбережения многочисленных домашних хозяйств.

2. Финансирование путем продажи ценных бумаг имеет также определенные преимущества для их покупателей. Во-первых, домохозяйства в этом случае могут участвовать в предприятии и рассчитывать на определенное денежное вознаграждение; при этом нет необходимости принимать активное участие в управлении предприятием. Во-вторых, отдельное лицо имеет возможность распределять риск, приобретая ценные бумаги нескольких корпораций. В-третьих, обычно держатели ценных бумаг корпораций без труда распоряжаются своими вкладами. Существующие фондовые биржи облегчают движение ценных бумаг между покупателями и продавцами. Излишне говорить, что все это усиливает готовность людей, имеющих сбережения, приобретать ценные бумаги корпораций.

3. Другое существенное преимущество корпораций - это ограниченная ответственность. Владельцы корпорации (держатели акций) рискуют только той суммой, которую они заплатили за покупку акций. Их личные активы не ставятся под угрозу, даже если корпорация обанкротится. Право ограниченной ответственности заметно облегчает задачу корпорации в привлечении денежного капитала.

4. Благодаря особому механизму привлечения денежного капитала корпорации легче увеличить его объем, а также реализовать преимущества объединения капиталов. В частности, корпорация способна извлекать преимущества из технологии массового производства. Подобным образом размеры корпорации позволяют осуществлять более глубокую специализацию в использовании человеческих ресурсов. В то время как управляющий единоличного предпринимательства вынужден делить свое время между производством, бухгалтерским учетом, деятельностью на рынке, крупная корпорация может привлекать специализированные кадры в каждую из этих сфер и тем самым достигать большей эффективности.

5. Корпорации, по крайней мере, согласно законам, вечны. Передача собственности корпорации через продажу акций не подрывает ее целостности. Одним словом, корпорации обладают известным постоянством, недостающим другим формам бизнеса, которое открывает возможность перспективного планирования и роста.

**Недостатки.** Преимущества корпораций огромны и обычно перевешивают их недостатки. Однако заслуживают упоминания следующие недостатки корпоративной формы организации бизнеса:

1. Регистрация устава корпорации сопряжена с некоторыми бюрократическими процедурами и с расходами на юридические услуги.

2. В корпоративной форме организации бизнеса заложены возможности для некоторых злоупотреблений. Так как корпорация является юридическим лицом, некоторые недобросовестные владельцы иногда получают возможность избежать личной ответственности за сомнительную производственную деятельность. И, несмотря на то, что это запрещено законом, корпоративная форма бизнеса может стать базой для выпуска и продажи не имеющих никакой стоимости ценных бумаг. Однако отметим, что это не внутренне присущий корпорации порок, а лишь потенциальная возможность для злоупотреблений.

3. Проблема двойного налогообложения: та часть дохода корпорации, которая выплачивается в виде дивидендов держателям акций, облагается налогом дважды - первый раз как часть прибыли корпораций и второй раз как часть личного дохода владельца акции.

4. В крупных корпорациях, акции которых широко распространены среди сотен тысяч владельцев, появляется значительное расхождение между функциями собственности и контроля. Причины этого расхождения кроются в бездейственности типичного держателя акций. Большая часть владельцев акций не использует права участия в голосовании или же если использует это право, то лишь подписываясь под предоставлением полномочий действующим должностным лицам корпорации, которые получают возможность самостоятельно определять свою судьбу.

### **1.1.3. Финансирование деятельности корпораций**

Выбор источников финансирования зависит от многочисленных факторов, среди которых - размер предприятия,

### **Страницы 10 - 11**

природа его рынков, отрасль и сфера деятельности, технологические особенности, специ-

фика выпускаемой продукции, характер государственного регулирования и налогообложения бизнеса, связи с рынками и др.

Источники финансирования корпораций делятся на внутренние и внешние.

К внутренним источникам финансирования относятся:

- нераспределенная прибыль компании;
- прибыль от продажи основных фондов.

К внешним источникам финансирования можно отнести:

- аренду основных фондов;
- коммерческий кредит;
- банковские займы;
- расширение акционерного капитала, выпуск акций, облигаций;
- государственные субсидии.

Финансирование за счет нераспределенной прибыли зависит от общего размера прибыли компании после налогов и политики акционеров в отношении ее распределения на дивиденды. Если акционеры заботятся о развитии компании, они оставляют большую часть прибыли нераспределенной, т.е. направляют ее на капитальные вложения. В то же время, в некоторых компаниях вся прибыль распределяется на дивиденды, тем самым развитие компании становится проблематичным.

В ряде случаев для получения необходимых источников финансирования компания может продать часть своих основных фондов, в особенности, если рыночная цена их значительно выше стоимости приобретения, числящейся в бухгалтерском учете. При этом учитывается степень важности основных фондов для обеспечения основной деятельности и дальнейшего развития компании.

Аренда (лизинг) машин, станков, оборудования, транспортных средств становится неотъемлемой частью рыночной экономики. Развитие лизинговых операций объясняется тем, что они позволяют обойтись без значительных капитальных затрат и замораживания средств в основных фондах, так как все затраты на аренду производятся за счет текущих расходов. Система оплаты аренды облегчает планирование расходов, поскольку арендная плата вносится, как правило, регулярно и имеет определенный размер. Сроки и размеры платежей оговариваются на весь период аренды, что защищает арендатора на случай инфляции.

Одним из внешних источников финансирования является кредиторская задолженность. Ее увеличение в разумных пределах является одним из инструментов финансирования. Основными элементами кредиторской задолженности являются накопленная невыплаченная зарплата, накопленные неоплаченные налоги, коммерческий кредит. Главным регулятором кредиторской задолженности служит коммерческий кредит, который стал неотъемлемой частью хозяйственной жизни рыночной экономики. В условиях жесткой конкуренции коммерческий кредит является одним из важных инструментов привлечения клиентуры. Как правило, компания, предоставляя кредит своей клиентуре, одновременно пользуется кредитом своих поставщиков. Коммерческий кредит очень удобен. Ряд компаний, которые не могут рассчитывать на кредиты финансовых организаций, могут с успехом пользоваться коммерческим кредитом.

Следующим источником внешнего финансирования являются банковские займы.

Сегодня подавляющее большинство компаний на Западе использует заемное финансирование. Наличие внешнего долга стало общепринятой практикой. Задача управляющих компаний определить оптимальную структуру капитала, т.е. разумное соотношение между заемным капиталом и собственным капиталом. Высокий процент заемных средств, несмотря на определенные преимущества, является довольно рискованным мероприятием. Если уровень доходов компании будет недостаточным для покрытия дополнительных расходов по оплате банковского процента на заемный капитал, компания может подойти к банкротству. Поэтому рекомендуется, чтобы прибыль, полученная от заемного капитала, превышала расходы компании по оплате банковского процента, как минимум, в два раза.

Одним из основных преимуществ корпораций является их способность финансировать свои операции путем продажи акций и облигаций.

Инвесторы преследуют различные цели, приобретая акции

## Страницы 12-13

или принимая участие в управлении каждой конкретной компанией. Некоторые стремятся заработать большие дивиденды и идут на известный риск, другие рассчитывают на более скромный доход при гарантии сохранности капитала. По этим причинам весь акционерный капитал компании может быть разделен на разные классы акций, такие как «привилегированные» акции, «обыкновенные» акции и «отсроченные» акции.

Привилегированные акции - это акции, имеющие преимущества, определяемые Уставом компании, по отношению к обыкновенным акциями. Как правило, эти преимущества обусловлены правом первоначального получения дивидендов (обычно по фиксированным ставкам), а также правом приоритета на возврат капитала при ликвидации компании.

Привилегированные акции могут быть конвертируемыми, т.е. оставаться до обусловленного периода привилегированными акциями, после чего конвертируются в обыкновенные акции.

Привилегированные акции могут быть также кумулятивными или некумулятивными. По кумулятивным привилегированным акциям, в случаях невыплаты дивидендов ежегодно, последние накапливаются и в последующем выплачиваются по установленной ставке.

Кроме того, привилегированные акции подразделяются на неучаствующие и участвующие. Обычно привилегированные акции являются неучаствующими. Держатели таких акций не участвуют в распределении прибыли, оставшейся после выплаты дивидендов по обыкновенным акциям по фиксированным ставкам. Держатели участвующих акций в порядке и размере, установленном Уставом компании, участвуют в распределении прибыли после выплаты фиксированной доли прибыли по обыкновенным акциям.

Держатели привилегированных акций не участвуют в голосовании на общем собрании акционеров, если иное не установлено Уставом компании.

Обыкновенные акции - наиболее распространенный класс акций, держатель которых имеет право на долю прибыли компании, после того, как выплачены фиксированные ставки дивидендов по привилегированным акциям, но до выплаты дивидендов по отсроченным акциям. Держатель обыкновенных акций несет наибольшие риски. В случае, если прибыль у компании незначительна, он имеет мало или совсем не имеет дивидендов. Если же прибыль высока, его дивиденды могут быть более высокими по сравнению с держателями других акций.

Держатель обыкновенных акций имеет право голоса на общем собрании акционеров, на выборах должностных лиц корпорации и при решении других важных вопросов.

Отсроченные акции - это особый класс акций, по которым дивиденды могут быть выплачены только после уплаты таковых по всем другим акциям. Такие акции обычно принадлежат основателям, организаторам или управляющим компании. По таким акциям обычно выплачивается наибольшая доля прибыли, остающаяся после выплаты держателям обыкновенных акций.

В противоположность акциям облигация не дает права владения собственностью. Покупатель облигации просто предоставляет ссуду корпорации. Облигация является только свидетельством, подтверждающим факт займа, на основании которого корпорация обязуется выплатить владельцу облигации определенную сумму по истечении срока, а также ежегодно выплачивать проценты, вплоть до срока погашения облигации.

Между акциями и облигациями имеются очевидные различия. Во-первых, как отмечалось, держатели облигаций являются не собственниками компании, а только ее кредиторами. Во-вторых, предполагается, что облигации в меньшей степени связаны с риском, чем акции, по двум причинам. С одной стороны, владелец облигаций пользуется «первоочередным правом» на доходы корпорации, т. е. дивиденды держателям акций не могут быть выплачены до тех пор, пока не будут осуществлены все процентные выплаты владельцам облигаций. С другой стороны, владельцы акций не знают, сколь велики будут их дивиденды, а также на какую сумму они могут рассчитывать. Если корпорация переживает трудные времена, владельцы акций могут вовсе не получать дивиденды, а сами акции обесценятся. При условии, что корпорация не разорится, держателю облигаций гарантируется ежегодная выплата процентов и возвращение заемной суммы в конце оговоренного периода.

Но это не означает, что покупка облигаций, выпущенных корпорацией, не связана с риском. Рыночная стоимость облигаций компании может колебаться в зависимости от финансового

## **Страницы 14 -15**

состояния корпорации. Если корпорация вступит в полосу экономических трудностей и встанет вопрос о финансовой целостности, рыночная стоимость облигаций может упасть. При продаже их ранее срока погашения можно получить за них меньше затраченной суммы, и, таким образом, понести убытки.

Изменения в процентных ставках также влияют на рыночные цены облигаций. В частности, повышение процентной ставки ведет к понижению цен на облигации, и наоборот. Допустим, что процентная ставка подскочила, тогда корпорация должна уже гарантировать большую сумму ежегодных платежей по новым облигациям. Следовательно, цена на старые облигации упадет, так как выгоднее приобретать новые облигации с более высокой процентной ставкой.

Владельцы облигаций сталкиваются и с другими элементами риска из-за инфляции. Если в течение десятилетнего срока действия облигации наблюдается ощутимая инфляция, то сумма, которую держатель облигации получит в конце срока, будет обладать значительно меньшей покупательной способностью, чем та, которую он ссудил. Это называется давать займы «дорогие» деньги, а получать обратно «дешевые».

### **1.2. Корпоративное управление**

**1.2.1. Понятие корпоративного управления** *Корпоративное управление* - это система взаимоотношений между менеджерами компании и их владельцами (акционерами), а также другими заинтересованными сторонами, по вопросам, связанным с обеспечением эффективности деятельности компании и обеспечением интересов владельцев и других заинтересованных сторон.

**Корпоративное управление** - это процесс, в соответствии с которым устанавливается баланс между экономическими и социальными целями, между индивидуальными и общественными интересами.

Практически в каждой стране корпоративное управление имеет свои особые черты.

Режим корпоративного управления определяется:

- структурой акционерной собственности (степенью концентрации пакетов акций);
- правовой регламентацией функционирования акционерных обществ;
- взаимоотношениями как между акционерами, так и между ними и менеджерами.

Главная функция корпоративного управления - обеспечить работу компании в интересах акционеров, предоставивших компании финансовые ресурсы.

Выделяют три уровня управления в корпорации:

- Собрание акционеров: определение общих целей деятельности компании
- Совет директоров: определение конкретных стратегических задач и способов их достиже-

ния

- Менеджеры: реализация выдвинутых задач.

### **1.2.2. Участники корпоративных отношений**

Участниками корпоративных отношений являются:

- Менеджеры компании
- Владельцы (акционеры)
- Иные заинтересованные группы. Эти группы могут включать в себя кредиторов компании, наемный персонал, местные органы самоуправления и пр.

Интересы основных групп участников корпоративных отношений обычно различаются.

Менеджеры получают основную часть своего вознаграждения, как правило, в виде гарантированной заработной платы, в то время, как остальные формы вознаграждения играют для них значительно меньшую роль. Концентрируя свои основные усилия в компании, в которой работают, они заинтересованы в устойчивости этой компании и снижении опасности воздействия непредвиденных обстоятельств. Менеджеры заинтересованы в продлении своих контрактов на работу в компании. Они непосредственно взаимодействуют с большим числом групп, проявляющих интерес к деятельности компании (кредиторы, региональные и местные власти, персонал и пр.).

Акционеры могут получить лишь ту часть прибыли компании, которая остается после того, как компания рассчитается по своим обязательствам и выплачивается в виде дивидендов, а также за счет продажи акций в случае высокого уровня их котировок. Чем выше уровень прибыли, тем больший размер

## **Страницы 16-17**

дивидендов выплачивает корпорация. Акционеры заинтересованы в высоких прибылях компании и высоком курсе ее акций, и поэтому склонны к поддержке решений, которые ведут к получению компанией высоких прибылей, но и сопряженных с высоким риском. Они, как правило, диверсифицируют свои инвестиции среди нескольких компаний. Владельцы (акционеры) могут воздействовать на менеджмент компании двумя способами:

- 1) проведение собраний акционеров, через избрание того или иного состава Совета директоров и одобрения или неодобрения деятельности менеджмента компании;
- 2) путем продажи принадлежащих им акций, воздействуя тем самым на курс акций, а также создавая возможность поглощения компании акционерами, недружественными менеджменту.

Акционеры непосредственно не взаимодействуют с менеджментом компании и другими заинтересованными группами.

Заинтересованные группы:

Кредиторы получают прибыль, уровень которой зафиксирован в договоре между ними и компанией. Они заинтересованы в устойчивости компании и гарантиях возврата представленных средств. И поэтому не склонны поддерживать решения, обеспечивающие высокую прибыль, но связанные с высокими рисками. Этот конфликт интересов характерен для корпораций, у которых велика доля заемного капитала и владельцы которых склонны к рискованному инвестированию, так как в случае провала значительные убытки понесут кредиторы, а в случае успеха выгода достанется только владельцам. Данное противоречие предполагает, что обе группы имеют различные подходы к контролю за управлением корпорацией.

Служащие компании тоже заинтересованы в устойчивости компании и сохранении своих рабочих мест. Чтобы заинтересовать служащих корпорации, необходимо обеспечить им высокую заработную плату, а это снижает доходы акционеров.

Осуществлять инвестирование в деятельность корпорации могут и местные органы самоуправления, развивая инфраструктуру или создавая благоприятные условия налогообложения, что повышает конкурентоспособность компании. Они поступают так потому, что заинтересованы в деятельности компании на своей территории, поскольку компании обеспечивают рабочие места, а налоги увеличивают доходную часть местных бюджетов. Поэтому местные органы власти заинтересованы в устойчивости компании.

Основные причины появления проблемы корпоративного управления - это отделение владения от непосредственного управления собственностью и борьба интересов различных групп корпоративных отношений.

Каждая компания должна решить - какие именно другие заинтересованные группы (помимо акционеров) должны быть представлены в корпоративном управлении. Решение по этому вопросу принимается в зависимости от особенностей экономической и социальной структуры данной страны, масштабов деятельности компании, характера ее взаимодействия с окружающей средой и других факторов.

### **1.2.3. Модели корпоративного управления**

Управленческие системы делятся на системы «инсайдеров» и «аутсайдеров».

В системе инсайдеров собственность обычно сосредоточена в руках немногих акционеров, контроль осуществляется внутри корпорации.

Акционерами могут быть частные лица, семьи, финансовые институты, органы управления, альянсы, конгломераты. Элементы внешнего управления не влияют на стратегию руководства. Как правило, по мере роста компании контрольные полномочия передаются работникам и другим мелким акционерам.

Для систем «аутсайдеров» характерна меньшая концентрация собственности, а контроль над фирмой обычно осуществляется извне (финансовые рынки, слияния, угроза банкротства).

Системы аутсайдеров способствуют динамичному росту финансовых рынков, так как предполагают более открытое и равномерное распределение информации, более серьезное внимание к защите акционеров (особенно мелких).

Активное корпоративное управление в таких системах не поощряется, потому что оно способствует концентрации собственности.

Выделяют следующие различия в рассмотренных выше моделях (табл. 1).

### **Страницы 18-19**

**Таблица 1**

#### **Сравнительная характеристика моделей корпоративного управления**

Система аутсайдеров	Система инсайдеров
Контроль рынков капитала и внешний контроль	Универсальный банковский контроль и внутренний контроль собственности
Рассредоточенная собственность пассивные акционеры	Сосредоточенная собственность активные акционеры
Акционерная демократия, конкуренция интересов и контрактные решения	• Долгосрочное сотрудничество Акционеров
Одноуровневые корпоративные советы, в которых властвуют инсайдеры	Двухуровневые корпоративные советы, взаимное владение акциями, пирамидальные схемы, холдинговые структуры
важные элементы • Ликвидность для акционеров • Хорошая защита мелких акционеров Прозрачность, раскрытие информации • Сильная защита прав кредиторов • Запрет на внутренние сделки • Четкие правила передачи • Ясные процедуры банкротства • Более активные рынки ценных бумаг	Важные элементы • Участие работников в управлении • Права управления по доверенности • Активное участие универсальных банков в финансовых решениях • Активные владельцы, более пристальное наблюдение за руководством, контроль инсайдеров • Распространено семейное владение

Нередко достоинства и недостатки моделей корпоративного управления объясняют различиями в законодательстве и традициях разных стран.

Исследования показывают, что на эффективность корпоративного управления влияет происхождение законодательных систем и традиций.

По утверждению ряда авторов, в странах, где в основе законодательной системы и традиций лежит «common law» - «общее право» (Великобритания, США), интересы акционеров и кредиторов защищены лучше, чем в странах с «civil law» - «гражданским правом» (Германия, Япония, другие континентальные страны Европы и Азии).

#### **1.2.4. Структура собственности и корпоративный контроль**

Существует различное понимание сути контроля:

- контроль как собственно власть;
- контроль как механизм власти;
- контроль как принадлежность власти ее субъекту (тому, кто обладает властью).

Последнее определение исходит из наличия интересов субъекта, несущего в себе и реализующего практически властные полномочия на предприятиях. Исходя из этого ряд авторов в области корпоративного управления выделяет следующие типы контроля.

1. *Рабочий контроль или контроль трудового коллектива.* Он предполагает, что менеджеры при осуществлении своих функций не отделяют собственные интересы от интересов трудового коллектива. Этот тип сходен с традиционным советским предприятием. Менеджеры действуют самостоятельно, но при этом для них предприятие - прежде всего трудовой коллектив.

2. *Менеджерский контроль.* Он имеет место там, где разделение интересов руководства и рабочих произошло, но при этом нет сильных внешних акционеров. Как правило, контроль осуществляется командой менеджеров, а не одним директором. Это тип акционерного общества, где менеджмент располагает значительными пакетами акций.

3. *Контроль при разделении функций собственности и ведения бизнеса.* В этом случае менеджмент выступает в качестве нанятого акционерами извне - это так называемый внешний тип контроля. Формально в качестве внешнего контроля можно рассматривать сохранение государственного контроля и государственной собственности. В отличие от внешнего контроля государственный воспринимается менеджерами как помощь, т. е. как фактор, позволяющий компенсировать неспособность предприятия выжить в условиях рынка.

Влияние фактора собственности на экономическое поведение предприятий обусловлено тем, что акционеры обладают

### **Страницы 20-21**

правом контроля за деятельностью фирмы. С этой точки зрения чрезвычайно важен вопрос о том, в чьих руках он находится и насколько полно его удастся реализовать на практике, то есть о преобладающих в экономике типах контроля. Однако реальный контроль над деятельностью компаний не является наблюдаемой переменной, поддающейся прямому измерению. О его наличии/отсутствии и степени эффективности приходится судить по косвенным признакам. Ключевыми оказываются здесь две характеристики.

Первая - степень концентрации акционерной собственности. Начало изучению этой проблемы положено работой А. Берли и Г. Минза [16], где был сформулирован известный тезис об «отделении собственности от контроля» в современной публичной корпорации. Согласно Берли и Минзу, мелкие акционеры не способны наладить эффективный контроль за деятельностью менеджеров. Напротив, концентрация основной части акций в руках одного или узкой группы держателей помогает дисциплинировать поведение управляющих. Поэтому предполагаются значимые различия в результатах деятельности фирм с распыленной и высококонцентрированной структурой собственности: чем выше уровень концентрации акций, тем эффективнее контроль собственников, чем жестче их контроль, тем выше результаты хозяйственной деятельности.

Другой важный аспект проблемы связан с разной идентичностью владельцев акционерного капитала. Целевые функции и издержки контроля за деятельностью менеджеров у различных категорий акционеров (даже при концентрации в их руках одинаковых пакетов акций) могут сильно различаться. То есть поведение и результаты деятельности фирм будут меняться в зависимости от того, какая категория собственников занимает ведущие позиции.

Из-за наличия проблемы разделения собственности и управления при дисперсной структуре собственности менеджеры фактически выходят из-под контроля собственников. Согласно управленческим теориям фирмы, цели менеджеров не соответствуют стремлению собственников к максимизации своего благосостояния. Хотя собственные функции полезности максимизируются менеджерами при определенных ограничениях (в том числе при минимальном уровне прибыли, необходимом для выплаты акционерам приемлемых дивидендов), считается, что фирмы, управляемые собственниками, должны быть более прибыльными, чем управляемые менеджерами, поскольку в первом случае у менеджеров меньше возможностей достижения личных целей в ущерб целям собственников.

Таким образом, для осуществления действенного контроля инвесторам необходимо концентрировать собственность в своих руках. Однако неясно, насколько распыленной должна быть собственность, чтобы фирма контролировалась менеджерами. Например, по мнению некоторых зарубежных исследователей, даже пакет в 4-5% достаточен для эффективного контроля. У акционера - владельца подобного пакета акций, представителя так называемого «существенного меньшинства», появляется стимул собирать информацию и контролировать менеджмент, у него достаточно голосов, чтобы в некоторых случаях (при высокой распыленности собственности) оказывать на него давление или даже заменять высших менеджеров.

Считается, что если менеджеры являются одновременно и акционерами, это способствует согласованию интересов собственников и менеджеров. Чем меньшую долю акций имеют менеджеры, тем меньший ущерб они себе наносят, если предпринимают действия, снижающие рыночную стоимость фирмы. И, наоборот, чем крупнее пакет акций у менеджеров, тем больше вероятность того, что они будут принимать решения, соответствующие цели максимизации благосостояния акционеров. Вместе с тем Макконнелл и Серваес пришли к выводу, что между рыночной стоимостью фирмы и долей инсайдеров в ее акциях наблюдается нелинейная зависимость [34]. Исследовав 1173 фирмы в 1976 г. и 1093 в 1986 г., они установили, что рыночная стоимость фирмы растет при увеличении собственности инсайдеров до 40-50% акций, а затем начинает снижаться.

При определении структуры собственности Ла Порта, Лопес-де-Силанес и Шлейфер подчеркивают, что основную роль играют правовые факторы, в частности, наличие или отсутствие защиты прав меньшинства [34]. В богатых странах с римским правом мелкие акционеры готовы



покупать акции по более высоким ценам, зная, что законы защищают

### **Страницы 22-23**

их правом контроля за деятельностью фирмы. С этой точки зрения чрезвычайно важен вопрос о том, в чьих руках он находится и насколько полно его удастся реализовать на практике, то есть о преобладающих в экономике типах контроля. Однако реальный контроль над деятельностью компаний не является наблюдаемой переменной, поддающейся прямому измерению. О его наличии/отсутствии и степени эффективности приходится судить по косвенным признакам. Ключевыми оказываются здесь две характеристики.

Уровень концентрации в относительно «прозрачных», хорошо известных фирмах и отраслях выше, чем в новых фирмах и отраслях, где трудно получить информацию. Такая информационная асимметрия воздействует на поведение ин-сайдеров. Инсайдеры стремятся концентрировать акции фирм, недооцененных рынком, и продавать акции фирм, им переоцененных.

В работах, анализирующих структуру собственности, авторы делают упор на разные группы акционеров. Так, Ла Порта, Лопес-де-Силанес и Шлейфер [34] выделяют в качестве важнейших групп акционеров семью (в том числе менеджеров), государство, финансовые компании (не имеющие контролирующего акционера), нефинансовые корпорации (не имеющие контролирующего акционера). С. Дьянков анализирует такие группы акционеров, как менеджеры, работники, государство, внешние местные инвесторы, внешние иностранные инвесторы, частные лица. Эрл и Эстрин рассматривают государство, рабочих, менеджеров, банки, иностранных инвесторов, инвестиционные фонды, другие местные фирмы, частных лиц. Мет. Афанасьев, П. Кузнецов и А. Фоминых выделяют рабочих, директорат, коллективный траст, частных лиц, государство, инвестиционные фонды, поставщиков и покупателей, банки, холдинги, иностранных инвесторов и др. [34].

Очевидно, чем подробнее структура собственности, тем больше информации она дает. Однако, во-первых, существуют ограничения, обусловленные доступностью информации; во-вторых, структура собственности определяется целями анализа; в-третьих, выделяемые группы должны быть по возможности однородными и иметь близкие цели.

Ю. Перевалов, В. Басаргин используют следующую группировку акционеров: государство, трудовой коллектив в целом, менеджеры (руководство), внешние физические лица, инвестиционные фонды, банки, открытые акционерные общества (ОАО), закрытые акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью (ЗАО и ООО) [34].

Данные группы в основном соответствуют группам, анализируемым в других аналогичных исследованиях. Отличие заключается в том, что они выделили две группы в соответствии с их организационно-правовой формой. Если ОАО, как правило, - крупные структуры, то ЗАО и ООО обычно представляют собой новые фирмы с небольшим числом учредителей, часто непосредственно связанные с руководством приватизированного предприятия. Следовательно, такая группировка позволит пусть приблизительно оценить скрытую собственность менеджеров.

Простейшим показателем, характеризующим структуру собственности на приватизированных предприятиях, является распределение акций среди основных групп акционеров. Хотя он, несомненно, дает общую картину распределения собственности, его существенный недостаток - высокая степень агрегированности. Полученная в результате структура даже не позволяет оценить, насколько велик разброс доли отдельных групп акционеров относительно средней величины.

По средней доле нельзя судить о размерах пакетов группы акционеров на разных предприятиях. Поэтому необходимо учитывать частоту обладания пакетом определенного размера для каждой группы на анализируемых предприятиях (то есть долю предприятий, где данная группа имеет пакет определенного размера). С этой целью выделяются следующие пакеты: 100% (полная концентрация акций); от менее 100 до 75% (абсолютный контроль); от менее 75 до 51 % (контролирующее большинство); от менее 51 до 25% (блокирующий контроль); от менее 25 до 5% (пакетная собственность, обеспечивающая контроль в коалиции с другими акционерами).

Данному показателю присущи определенные недостатки. В частности, здесь используется суммарный пакет акций той или иной группы, при этом, во-первых, неизвестно, насколько сконцентрирован пакет (сколько собственников его формируют), а во-вторых, предполагается, что группа ведет себя как консолидированный собственник, что далеко не всегда наблюдается в дей-

ствительности.

Для контроля наибольшее значение имеет соотношение пакетов акций отдельных акционеров на каждом предприятии. Оно определяется степенью дисперсности акций между акционерами. Поэтому для оценки уровня концентрации собственности используется такой показатель, как доля предприятий, где конкретный представитель данной группы акционеров

#### **Страницы 24-25**

является крупнейшим акционером, входит в число трех и пяти крупнейших акционеров.

На структуру собственности предприятия оказывает влияние множество факторов.

Размер предприятия способен непосредственно воздействовать на структуру собственности. Во-первых, в некоторых случаях он ограничивает возможности выбора варианта приватизации. Во-вторых, отдельные группы внешних инвесторов могут быть заинтересованы в предприятиях определенного размера, например, крупных и сверхкрупных, обладание которыми считается престижным. В-третьих, крупным фирмам присуща более «размытая» собственность, поскольку концентрировать ее здесь дорого, а риски менее диверсифицированы.

Не последнюю роль играет и отраслевая принадлежность предприятия. Предприятия отдельных отраслей (например, экспортирующих) более привлекательны для внешних инвесторов. Отраслевую принадлежность можно использовать как экзогенную переменную, поскольку случаи ее изменения промышленным предприятием чрезвычайно редки.

На структуру собственности предприятия могут оказывать влияние и некоторые его базовые характеристики. Принимая решение о целесообразности вложения средств в предприятие, инвестор учитывает его определенные показатели, прежде всего экономические. К ним относятся, например, объем реализации продукции, характеризующий наличие спроса на продукцию предприятия. Не менее важным показателем, несомненно, является балансовая прибыль, поскольку обычно именно она интересует инвестора, так как дивиденды по акциям выплачиваются из прибыли.

При спаде производства достаточно информативный показатель - уровень рентабельности, отражающий долю балансовой прибыли в рубле реализации продукции. Этот показатель характеризует потенциальную прибыльность предприятия, то есть ту, которую можно достичь в условиях роста производства.

Наконец, важным показателем выступает уровень задолженности предприятия (полученные им кредиты на рубль реализованной продукции). С одной стороны, банки, предоставляя кредиты на короткий срок, являются активными повседневными контролерами деятельности менеджеров. С другой стороны, высокая задолженность банкам увеличивает опасность банкротства предприятия. Таким образом, уровень задолженности может оказывать как положительное, так и отрицательное влияние на готовность инвестора вкладывать средства в данное предприятие.

#### **1.2.5. Основные механизмы корпоративного управления**

Основные механизмы корпоративного управления, используемые в странах с развитой рыночной экономикой:

- Участие в совете директоров
- Враждебное поглощение
- Получение полномочий по доверенности от акционеров
- Банкротство

#### **Совет директоров**

Главный принцип формирования совета директоров - его участники должны быть свободны от деловых и иных взаимоотношений с компанией и ее менеджерами. Они также должны обладать определенным уровнем знаний о деятельности корпорации и осуществлять надзорные функции от имени акционеров и других заинтересованных групп.

Совет директоров включает независимых директоров (аутсайдеров - от англ. outside) и исполнительных директоров (инсайдеров - от англ. inside).

Организационно советы директоров могут быть унитарными (едиными) или двойными (двухпалатными). Первый тип характерен для американской системы управления, второй - немецкой.

Совет ответствен за следующие задачи:

- определение стратегических целей;
- назначение руководителей, способных реализовать эти цели;
- надзор за реализацией стратегии;
- информирование акционеров о результатах управления активами компании.

Советы директоров представляют собой наиболее прямую форму корпоративного управления. Главная обязанность совета директоров - защита интересов акционеров.

### **Страницы 26-27**

Существует две основные опасности в деятельности совета директоров:

- 1) слабый контроль совета директоров за менеджментом компании;
- 2) чрезмерное и безответственное вмешательство совета директоров в работу менеджеров.

Ключевой вопрос обеспечения эффективной деятельности совета директоров - обеспечение равновесия между принципами подотчетности и невмешательства.

То, что делают советы директоров и каким образом они это делают, зависит как от размеров пакетов акций, которыми владеют те или иные группы инвесторов, и от природы взаимоотношений корпорации и ее владельцев. Так, крупные владельцы (например, банки) могут иметь коммерческие отношения с корпорацией, которые для них гораздо выгоднее, чем получаемые ими дивиденды. В подобных случаях крупные владельцы заинтересованы не столько в повышении финансовой эффективности деятельности компании, сколько в развитии и расширении своих отношений с ней. Другие же крупные владельцы (например, инвестиционные фонды) заинтересованы исключительно в финансовых показателях деятельности компании и росте курсовой стоимости ее акций.

### **Враждебное поглощение**

Этот механизм корпоративного управления получил развитие в странах с наиболее развитыми фондовыми рынками, прежде всего в США и Великобритании.

Смысл этого механизма заключается в том, что акционеры, разочарованные в результатах деятельности своей компании, могут продать свободно свои акции. Если такие продажи приобретают массовый характер, падение курсовой стоимости акций позволит другим компаниям скупить их и заменить прежних управляющих на новых, которые смогут полностью реализовать потенциал компании. При этом, однако, компания-покупатель должна быть уверена в том, что падение стоимости акций вызвано неудовлетворительным управлением компанией и не отражает их реальной стоимости. Угроза поглощения не только заставляет менеджмент компании действовать в интересах своих акционеров, но и добиваться максимально высокой курсовой стоимости акций даже при отсутствии эффективного контроля со стороны акционеров.

Недостатком этого механизма является то, что процесс поглощения может оказаться дорогостоящим, дестабилизировать на определенный срок деятельность как компании покупателя, так и приобретаемой компании. Кроме того, такая перспектива может поощрять менеджеров к работе только в рамках краткосрочных программ, из-за опасения, что долгосрочные инвестиционные проекты негативно скажутся на уровне курсовой стоимости акций их компаний.

### **Конкуренция за доверенности от акционеров**

Принятая в странах с развитым фондовым рынком практика предусматривает, что менеджмент компании, извещая акционеров, о предстоящем общем собрании, просит у них доверенность на право голосовать принадлежащим им числом голосов (одна акция дает акционеру право на один голос) и обычно получает таковую от большинства акционеров. Однако группа акционеров или иных лиц, недовольная менеджментом компании, также может попытаться получить от большого числа (или большинства) других акционеров доверенности на участие в голосовании от их имени и провести голосование против действующего менеджмента компании.

Недостатком этого механизма, как и в случае поглощения, является дестабилизация управления компанией, поскольку управляющие структуры становятся объектом борьбы.

### **Банкротство**

Этот способ контроля за деятельностью корпорации, как правило, используется кредиторами в том случае, если компания оказывается не в состоянии осуществлять платежи по своим долгам и кредиторы не одобряют план по выходу из кризисного состояния, предлагаемый менеджментом компании. В рамках этого механизма решения ориентируются прежде всего на интересы

кредиторов, а требования акционеров в отношении активов компании будут удовлетворены в последнюю очередь. Управленческий персонал и совет директоров теряют право контроля над компанией, которое переходит к назначаемому судом ликвидатору или опекуну. Банкротство - крайняя мера контроля за компанией и предполагает очень большие издержки, как прямые (судебные пошлины,

### **Страницы 28-29**

административные расходы), так и косвенные (выплата долговых обязательств, прекращение бизнеса).

В рамках каждого из вышеуказанных механизмов существует обширная и очень детализированная законодательно-нормативная база, которая регулирует все аспекты взаимоотношений между сторонами, участвующими в процессе корпоративного управления, и описывает способы разрешения споров между ними.

#### **1.2.6. Слияние, поглощение и разделение корпораций**

Укрупнение компании является объективным фактором ее успеха. Оно осуществляется двумя путями:

1) приобретением активов и финансированием их за счет собственных или заемных средств (внутренний рост);

2) слиянием с другой компанией или приобретением другой компании, или участием в ней (внешний рост).

Основной идеей укрупнения, то есть реструктуризации компании, является создание новой стоимости в результате слияния, поглощения, покупки, создания филиалов, выкупа контрольного пакета акций и т. п.

Самым простым шагом укрупнения является добровольное слияние на основании договора двух или нескольких обществ. В этом случае создается новое общество, которому передаются все права и обязанности слившихся обществ. Мотивом слияния обычно является выгода, которую получают акционеры этих обществ.

Присоединение компании осуществляется ее поглощением. Компания может быть поглощена посредством покупки другой компанией ее активов или акций. Компания-покупатель может приобрести все активы другой компании и оплатить покупку деньгами или акциями. Когда приобретаются только активы, покупатель не берет на себя обязательств поглощаемой компании. Если приобретаются все активы, то от прежней компании остается лишь ее названия. Поглощаемая компания может ликвидироваться (в этом случае полученные ею средства или акции распределяются среди ее акционеров как ликвидационный дивиденд) или продолжать существовать, но уже как качественно иная компания. Если продажа осуществлена за деньги, компания-продавец может приобрести новые активы. В данном случае продажа одних активов и покупка других выступает как способ изменения технологической специализации производства. В случае продажи активов за акции компания-продавец может сохраниться как компания-инвестор поглощающей компании. При покупке поглощающей компанией акций поглощаемой (присоединяемой) компании последняя входит в состав компании-покупателя со всеми своими активами и обязательствами. Средством возмещения потерь акционерам поглощаемой компании могут быть денежные выплаты или акции компании-покупателя.

Компании-покупателю легче приобретать до 50% активов компании-продавца, так как для совершения такой сделки достаточно единогласного решения совета директоров. На общее собрание акционеров этот вопрос выносится только в том случае, если не достигнуто единогласие в совете директоров. При покупке более 50% активов общества требуется решение общего собрания акционеров компании-продавца, принятое большинством в 3/4 голосов. Решение о реорганизации общества в форме слияния или присоединения принимается общими собраниями акционеров всех реорганизуемых обществ. Следует отметить также, что поглощение другой компании путем покупки ее активов или акций требует наличия у покупателя или получения им в кредит крупных денежных сумм или осуществления дополнительной эмиссии акций. Гораздо легче получить выгоду за счет приобретения контрольного пакета акций, постепенно и выгодно скупая мелкие пакеты акций.

Прежде чем принять решение о слиянии, присоединении (покупке, поглощении) компании

или приобретении крупного пакета акций, покупатели оценивают подлежащую реорганизации компанию (компанию-продавца).

В большинстве случаев за счет слияния или присоединения компаний достигается повышение эффективности деятельности поглощающей компании. Так, при слиянии (объединении в концерн) компаний по жизненному циклу продукции (НИОКР, производство, реализация, сервисные услуги) повышается гибкость реакции на изменения внешней среды (на рынке продукции и на рынке услуг потребителю). При присоединении компании - поставщика сырья, полуфабрикатов и комплектующих обеспечивается большая синхронность

### **Страницы 30-31**

и ритмичность производственных и сбытовых операций, что позволяет ускорить процесс производства и в конечном итоге повысить эффективность.

В целом выгода будет зависеть от того, насколько удалось улучшить сочетание свойств целостности и обособленности реорганизованной производственной системы. Достижение выгоды за счет улучшения системных свойств известно как эффект синергизма: в данном случае это — эффект от объединения компаний, состоящий в том, что стоимость образовавшейся в результате объединения компании превосходит стоимость ее частей (по принципу:  $2+2=5$ , точнее  $2 + 2 + \text{эффект синергизма} = 5$ ). В финансовом менеджменте полученную от этого эффекта выгоду называют операционной экономией. Игорь Ансофф показывает следующие типы синергизма: синергизм продаж, оперативный инвестиционный синергизм менеджмента. По его определению синергизм это один из компонентов стратегии [6].

Существует два типа синергизма - структурный и управленческий. Структурный синергизм означает объединение ресурсов двух компаний, позволяющее снизить издержки и увеличить объем продаж. Управленческий синергизм позволяет добиться улучшения показателей работы, благодаря повышению качества управления без каких-либо структурных изменений.

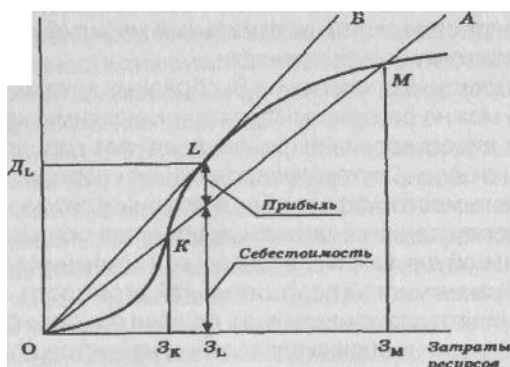
Обычно под синергизмом подразумевают структурный синергизм: объединение служб сбыта двух компаний позволяет снизить издержки; продукция одной компании может реализовываться через сбытовую сеть другой, что ведет к возрастанию объемов продаж и снижению издержек, приходящихся на единицу продукции. Структурный синергизм особенно велик, если две компании производили аналогичную или взаимосвязанную продукцию, но имели разные системы сбыта и разных клиентов. В таких случаях сокращение издержек достигает 15— 25%, а объем продаж возрастает на 25—30%.

Управленческий синергизм имеет место в случаях, когда компания-покупатель способна более эффективно управлять приобретенным производством, в частности благодаря внедрению новой системы финансового контроля, повышению ответственности менеджеров за исполнение бюджета, сокращению необоснованных расходов (без структурного синергизма), продаже не основного бизнеса компании покупателю, для которого он представляет большую ценность, чем для продавца. Управленческий синергизм позволяет добиться снижения издержек, значительно реже он ведет к увеличению объема продаж компании.

Синергизм существует и независимо от поглощений: в совместных предприятиях и стратегических союзах, в более тесных отношениях с поставщиками, в уже существующей группе компаний, когда менеджеры систематически приходят на помощь коллегам. Такого рода синергизм называют «дешевым синергизмом», поскольку он не связан с затратами на поглощение компаний. Синергизм может возникать в любой группе предприятий, это потенциал, который может быть реализован при правильной организации и распределении ресурсов группы.

Помимо эффекта синергизма объединение компаний может привести к получению экономии за счет масштаба (сокращения постоянных затрат в производстве). Такой эффект существует также при обращении продукции и ее обслуживании у потребителя. Основная идея экономии за счет масштаба состоит в том, чтобы выполнить больший объем работы без увеличения мощностей и численности работников. Однако экономия за счет масштаба ограничена, что можно видеть на и

До-  
ход Себесто-  
имость про-  
дукции



**Рисунок 1.** Влияние масштаба (объема используемых ресурсов) на эффективность производства

графике (рис. 1).

### Страницы 32-33

Доход при увеличении объема используемых в производстве ресурсов (масштабов производства) изменяется по некоторой "S-образной кривой ОКМ. Максимальная эффективность производства ( $\mathcal{E}_{\max}$ ) достигается в точке L (в этой точке прямая ОВ касается S-образной кривой):

$$\mathcal{E}_L = D_L / Z_L = \mathcal{E}_{\max}$$

Прямая ОА, проведенная из начала координат под углом 45°, пересечет 3-образную кривую в двух точках: K и M, в которых затраты равны достигаемому эффекту. Точки K и M являются точками безубыточности. Если масштаб производства меньше  $Z_K$  или больше  $Z_M$ , то производство убыточно. В связи с этим слияние и присоединение компаний целесообразно осуществлять с ограничением масштаба производства того или иного конечного продукта оптимальной величиной.

Обычно для определения предельного масштаба производства пользуются линейной зависимостью дохода и затрат от объема выпуска продукции. Однако такой метод позволяет определить (с некоторой ошибкой) лишь первую точку безубыточности и кромку безубыточности (насколько больше реализуется продукции, чем в точке безубыточности) и не позволяет определить оптимальный масштаб производства и вторую точку безубыточности.

На практике построение S-образных кривых (доход, ресурсы) можно осуществлять статистическими методами.

При дивестировании (реализации части предприятия или фирмы в целом) путем распродажи или передачи акций может иметь место эффект обратного синергизма:  $4 - 2 = 3$ . То есть эксплуатация реализуемых объектов оказывается целесообразной для какой-нибудь другой компании как средство образования чистой положительной стоимости. В итоге эта компания готова заплатить за данные объекты более высокую цену, чем их оценка владельцем на настоящий момент. В некоторых случаях реализуемый объект хронически убыточен и его владелец не намерен расходовать на него необходимые ресурсы с тем, чтобы сделать его доходным.

Таким образом, продажа активов или их части может быть обоюдно выгодной как для компании-покупателя, так и для компании-продавца и служить целям повышения эффективности общественного производства.

Одним из взаимосвязанных мотивов дивестирования являются осуществляемые компанией стратегические изменения. Периодически многие компании пересматривают свои долгосрочные планы, пытаясь более точно определить, в какой сфере деятельности целесообразно работать компании. Для выработки стратегии рассматриваются внутренние мощности (капитал, здания и оборудование, трудовые ресурсы), внешние рынки и конкуренты. Рынок и конкурентные преимущества компании в пределах этого рынка изменяются с течением времени, иногда очень быст-

ро. Возникают новые рынки, так же как и новые мощности внутри фирмы. То, что когда-то было весьма кстати, может больше не удовлетворять требованиям ситуации. В итоге может быть принято решение о дивестировании средств из какого-либо вида бизнеса. В случае поглощения другой компании не все составляющие приобретаемой компании могут отвечать стратегическим планам компании-покупателя, вследствие чего может быть принято решение о дивестировании средств из одной или нескольких составляющих.

Одним из результатов слияния может быть повышение качества управления. Это произойдет, если предприятие имеет потенциал управления. Повышение качества управления может принести значительное увеличение прибыли, что является достаточно весомым аргументом для приобретения такого предприятия поглощающей компанией.

Факт слияния / поглощения, как правило, создает информационный эффект. В ходе реорганизации компаний стоимость может увеличиваться в результате появления новой информации, обращающейся на фондовом рынке. Если, например, акции поглощаемой компании недооценивались, то объявление о слиянии может вызвать позитивный сдвиг, то есть рост стоимости акций компании. Факт слияния / поглощения убедительнее всего свидетельствует о недооценке инвесторами потенциальной доходности компании, чем многие другие аргументы.

### **Страницы 34-35**

Объявление о дивестировании может послужить сигналом об изменении инвестиционной политики или эффективности работы компании, что, в свою очередь, может оказать позитивное воздействие на стоимость акций. С другой стороны, такое объявление может быть воспринято как продажа наиболее ликвидного филиала с целью поправить дела компании, в этом случае сигнал будет негативным.

Слияние, уменьшающее рискованность денежных потоков, может привести к переходу капитала от акционеров к кредиторам, так как рыночная стоимость обязательств компании при этом возрастает. Напротив, реструктуризация, увеличивающая относительную рискованность, например ликвидация инвестиций или привлечение заемных средств, может привести к обратному перемещению выгоды—от кредиторов к владельцам собственного капитала, поскольку рыночная стоимость обязательств снижается.

Мотивом многих слияний зарубежных компаний является налогообложение. В случае пролонгации налоговых платежей у компании, имеющей значительный объем накопленной задолженности по налоговым выплатам, сомнительны перспективы получить в будущем достаточную для использования этой отсрочки прибыль. При слиянии такой компании с более прибыльной для первой появляется шанс использовать отсрочку более эффективно. Однако существуют условия, ограничивающие использование отсрочки определенным процентом рыночной стоимости поглощаемой компании.

Российское налоговое законодательство также позволяет получать выгоду за счет налогов при слиянии, присоединении и образовании объединений. Так, при слиянии предприятий по технологической цепи производства они становятся единым налогоплательщиком по налогу на добавленную стоимость, что позволяет перенести срок оплаты налога на момент реализации конечного продукта и, следовательно, сократить потребный объем оборотных средств. Новый Налоговый кодекс предусматривает возможность создания консолидированной группы налогоплательщиков по налогу на прибыль, в состав которой входят материнское и дочерние предприятия. Это может привести к уменьшению суммы налогов на прибыль, так как налог в данном случае начисляется на суммарную прибыль предприятий консолидированной группы, которая может быть ниже суммы прибылей входящих в эту группу предприятий. Объясняется это тем, что часть прибыли идет на компенсацию затрат предприятий, имеющих убытки в данный налоговый период.

Успешность слияния (присоединения) в краткосрочном и среднесрочном разрезе оценивается по изменению прибыли на акцию, а в долгосрочном разрезе—по изменению рыночной цены акции компании.

Степень увеличения или уменьшения показателя прибыли на акцию является функцией от: во-первых, разницы отношений цены акции и прибыли на акцию, во-вторых, относительных размеров обеих фирм, характеризующихся общим объемом прибыли.

Чем больше значение отношения цены акции к прибыли на акцию поглощающей компании по сравнению с аналогичным показателем поглощаемой компании и чем больше прибыль поглощаемой компании по сравнению с прибылью поглощающей компании, тем значительно увеличение показателя прибыли на акцию поглощающей компании в результате слияния.

Рыночная цена акции в большей степени, чем другие показатели, определяет истинную стоимость компании. Это связано с тем, что цена акции отражает потенциальную прибыльность компании, дивиденды по ее ценным бумагам, деловой риск, структуру ее капитала, стоимость активов и другие факторы, поддающиеся оценке.

Меновое соотношение рыночных цен акций исчисляется как:

Рыночная цена акций поглощающей компании × число предложений акций

-----  
Рыночная цена акций поглощаемой компании

Компании с большим значением показателя «цена акции/ прибыль на акцию» предположительно способны поглощать компании с меньшим значением соответствующего коэффициента и в результате подобного слияния добиваются роста показателя прибыли на акцию, несмотря на то, что они платят приобретаемой компании за ее акции более высокую цену, чем их текущая рыночная стоимость. Ключевое значение имеет то, что происходит с отношением цены акции к прибыли на акцию после слияния. Если оно не изменится, рыночная цена

### **Страницы 36-37**

акции компании возрастет. В итоге поглощающая компания будет в состоянии демонстрировать устойчивый рост прибыли на акцию, если на протяжении некоторого времени она таким же образом поглотит достаточное количество компаний. Этот рост является результатом не операционной экономии или фундаментальной тенденции, а изменения финансовых показателей компаний за счет их объединения. Если рынок реагирует на этот обманчивый рост, то компания может увеличивать благосостояние своих акционеров исключительно посредством поглощений.

В случае, когда рынок капитала правильно оценивает ситуацию и не реагирует на обманчивый рост прибыли на акцию, поглощающая компания, чтобы сохранить значение показателя «цена акции/прибыль на акцию», должна продемонстрировать рынку влияние синергизма или повышения эффективности управления.

В США проведено большое количество экспериментальных исследований по вопросу о поглощениях, что позволило аналитикам сделать ряд обобщений [33].

1. Как правило, акционеры поглощаемой компании осознают, что их благосостояние увеличилось по сравнению со стоимостью их вложений до слияния. В основе этого увеличения лежит более высокая цена, уплачиваемая поглощающей компанией за акции приобретаемой, причем средний размер премии около 30%, тогда как максимальный размер премии достигает 80%.

2. Наблюдается тенденция роста рыночной стоимости акций приобретаемой компании в результате появления официальной информации или слухов о потенциальном слиянии. Этот эффект начинает проявляться примерно за месяц до опубликования объявления о поглощении.

3. Влияние поглощений на благосостояние акционеров поглощающих компаний неоднозначно. Пожалуй, нельзя сделать общий вывод о том, что поглощения приносят выгоду акционерам поглощающей компании. Очевидно, некоторые поглощения выгодны благодаря влиянию эффекта синергизма и повышению эффективности управления компанией, а некоторые — напротив. Ключевой для финансового менеджера в этом вопросе является осторожность при принятии решения, поскольку общей закономерности не существует, даже для тех корпораций, которые обычно осуществляют выгодные поглощения. Одним из объяснений такого противоречия является то обстоятельство, что поглощающие компании платят приобретаемым слишком много. Потенциальный эффект синергизма и повышение эффективности работы фирмы оказываются недостаточными для компенсации выплачиваемой премии. Иногда конкуренция столь важна, что ради победы в своеобразном соревновании поглощающая компания предлагает такой размер премии, который превышает разумный уровень, оправданный наличием эффектов синергизма и (или) повышения эффективности управления.



4. Весьма популярным инструментом приобретения компаний является «двойное предложение», которое, как правило, представляет собой предложение о покупке контрольного пакета акций. Оно более выгодно с точки зрения цены и (или) условий оплаты, чем вторичное предложение о приобретении оставшейся части акционерного капитала. Разница условий предназначена для того, чтобы повысить вероятность успешного контроля работы фирмы, воздействуя на мотивацию продавца. Двойные предложения позволяют избежать проблемы, существующей при простых предложениях, когда акционерам оказывается выгодным выдержать паузу и не спешить реализовывать свои акции в надежде на более выгодное предложение.

В российском акционерном законодательстве предусмотрены меры «размывания» эффекта «двойного предложения». Так, закон об акционерных обществах устанавливает следующее:

1) лицо, имеющее намерение самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрести 30 или более процентов размещенных обыкновенных акций общества, обязано не позднее чем за 30 дней до даты приобретения акций направить обществу заявление о намерении;

2) лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 или более процентов размещенных обыкновенных акций общества, в течение 30 дней с даты приобретения обязано (если иное не предусмотрено уставом общества или решением общего собрания акционеров) предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества по цене

#### **Страницы 38-39**

не ниже средневзвешенной цены приобретения акций общества за последние шесть месяцев [1].

Таким образом, российское акционерное право не позволяет компании-покупателю использовать «двойное предложение» как инструмент занижения стоимости поглощаемой компании. В самом деле, если покупатель приобрел 30 или более процентов акций компании, предложив ей на первом этапе выгодные условия, то на втором этапе, если он намерен поглотить эту компанию, должен будет предложить ей не менее выгодные условия.

5. Компания, которой сделано предложение о приобретении, имеет в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на ее независимость:

- руководство компании может попытаться убедить акционеров, что предложенная цена намного уступает истинной стоимости фирмы в долгосрочном периоде. Однако акционеры могут посчитать долгосрочный период слишком длительным, а премию слишком привлекательной, чтобы от нее отказаться;

- некоторые компании увеличивают выплаты дивидендов или проводят дробление акций;

- компания может прибегнуть к защите в судебном порядке (скорее для того, чтобы выиграть время и расстроить планы покупателя, чем в надежде на выигрыш от разбирательства);

- компания может воспользоваться нормами антимонопольного законодательства. По действующему российскому антимонопольному законодательству для предотвращения захвата необходимо доказать, что в случае поглощения компания-покупатель получит более 1/3 доли рынка, что будет препятствовать проникновению конкурентов изданный рынок;

- может быть использован вариант слияния с «дружественной компанией».

6. Для предотвращения захвата используются также формальные методы: противозахватные поправки и другие инструменты. Захватом считается процесс поглощения, при котором поглощаемая компания оказывает сопротивление поглощению. Противозахватные методы включают:

- предотвращение заинтересованности в слиянии (поглощении) членов совета директоров.

Некоторые компании в этих целях осуществляют ротацию советов директоров;

- включение в устав компании правила, предусматривающего утверждение решения о слиянии сверх большинством голосов (от 2/3 до 4/5 голосов);

- заблаговременное установление «справедливой цены»: покупатель должен выплатить акционерам, не участвующим в контрольном пакете акций, по меньшей мере справедливую цену (подобную норму следовало бы устанавливать в уставе акционерного общества);

- меры, направленные на уменьшение привлекательности компании для потенциального за-

хватчика. Некоторые компании вводят распределение между акционерами сертификатов, дающих тем право на приобретение новых выпусков ценных бумаг, обычно конвертируемых привилегированных акций. Однако ценные бумаги предлагаются только тогда, когда какая-нибудь сторонняя организация или лицо устанавливает контроль над определенным количеством акций компании, по большей части эта граница равна 20%. Идея применения этой меры заключается в том, чтобы иметь в своем распоряжении инструмент регулирования предложения ценных бумаг, который ставит поглощающую компанию или лицо в невыгодные условия при попытке последней приобрести дополнительное количество акций компании. Это может касаться права голосования, уплаты менее высокой цены при покупке ценной бумаги или отказа от контрольной сделки, если не будет выплачена крупная премия, часто в несколько сотен процентов;

- применение мер связывания: сверхбольшинством голосов акционеров утверждаются изменения в уставе компании или ранее принятые противозахватные меры. В дополнение к уставным поправкам многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. Обычно в ситуации, когда компания находится под угрозой захвата, в этих контрактах предусматривается высокое вознаграждение за работу руководства, что служит эффективным средством повышения цены, которую поглощающая компания должна заплатить за совершение захвата;

- установление контроля за процессом аккумуляции акций группами внешних инвесторов. Если группа компаний приобретает более 5% акций другой компании, то по акционерному

#### **Страницы 40-41**

законодательству США она должна представить соответствующую информацию контролируемому органу. Аналогичные нормы существуют и в российском законодательстве. Владелец обязан осуществлять раскрытие информации о своем владении эмиссионными ценными бумагами в случаях, если он:

- вступил во владение 20 или более процентами любого вида эмиссионных ценных бумаг эмитента;

- при владении свыше 20 % любых видов ценных бумаг эмитента увеличил или уменьшил свою долю на каждые 5 процентов.

- заключение моратория с группой внешних инвесторов. Такое соглашение является добровольным контрактом, в котором указано, что на протяжении периода в несколько лет группа акционеров, владеющих значительной долей акций компании, обязуется не увеличивать свои фондовые активы за счет ее акций. Часто это ограничение выражено в форме максимального процента акций, которым может владеть группа. Соглашение также предусматривает, что эта группа не будет в какой-либо форме конкурировать с руководством компании за право контроля над ней и что, если она примет решение о продаже своих акций, она предоставит руководству компании право первого отказа. Согласно этому соглашению группа обычно выговаривает себе определенную премию, когда акции продает сама компания. В сочетании с другими рассмотренными методами мораторий позволяет снизить накал конкурентной борьбы за приобретение контроля над компанией.

- предложение об обратном выкупе с премией, то есть о выкупе компанией своих акций по цене, превышающей рыночную цену и цену, которую заплатила за эти акции данная группа.

Таким образом эффект от слияний и поглощений может возникнуть в результате:

- диверсификации, т.е. снижении риска путем объединения компаний различного профиля деятельности;

- синергизма, т.е. системного эффекта, состоящего в том, что свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов;

- замещения, которое выражается в том, что легче приобрести контроль за уже имеющимся предприятием, чем строить новое;

- дополнения, при котором система (поглощающее предприятие) восполняет путем слияния (поглощения) недостающие элементы, например, менеджмент и т.п.;

- улучшения финансового положения, которое может быть достигнуто в результате изменения структуры капитала, доходности активов, повышения стоимости акций и получения льгот по налогообложению.

На наш взгляд, при слияниях и поглощениях предприятий, необходимо учитывать следующие факторы:

1. Состояние внешней окружающей среды.

- законодательство;
- налогообложение до и после слияния (налоговые льготы, изменение налогооблагаемой базы и т.п.);
- политическое положение: стабильность, приемлемость для организации бизнеса и механизм взаимодействия бизнеса и органов государственной власти;
- уровень конкуренции и антимонопольное законодательство;
- отраслевые факторы.

2. Уровень организации и управления

- качество и динамичность (гибкость) системы управления;
- рыночная позиция поглощаемой (поглощающей) фирмы;
- состояние ресурсов производства, наличие технологических линий, технический уровень производства, обеспеченность трудовыми ресурсами и трудовые отношения.

3. Финансовое состояние

- уровень рентабельности продаж и капитала;
- финансовое положение (темпы роста и норма прибыли);
- страховые гарантии на активы фирмы. Источниками получения экономического эффекта от слияния и поглощения являются:
- экономия на масштабе производстве (технологическая экономия);
- экономия на масштабе сферы деятельности (экономия на разнообразии производимой продукции и рынков сбыта);
- экономия на транзакционных расходах (экономия на сделках, операциях, контрактах, договорах);
- получение конкурентных преимуществ на рынках (экономия от координации рыночного поведения объединяемых

**Страницы 42-43**

предприятий (корпораций, фирм), внутрифирменного и меж странового перераспределения ресурсов, регулирования цен товаров).

**Разделение компаний**

Согласно анализу проведенному Международной группой КПМГ (ведущая международная консультационная компания Великобритании) в каждой четвертой из ста ведущих компаний, определяемых в соответствии с индексом газеты «Фай-нэншл тайме», в 2000г. отмечался процесс разделения или выбытия из их состава ранее слившихся подразделений. Эта тенденция по оценкам консультантов КПМГ будет развиваться в ближайшие годы. Специалисты КПМГ относят к значительным разделениям или выбытиям операции, затрагивающие предприятия, уровень рыночной капитализации которых составляет не менее пяти процентов. Вместе с тем, стоимость выделенных предприятий, как правило, гораздо выше. Необходимость разделения обусловлена рядом факторов:

- возрастающая потребность рынка в узко специализированных предприятиях, а не в многопрофильных конгломератах;
- перераспределение между слившимися предприятиями основных продуктов и услуг или перепродажа ставших ненужными подразделений, приобретенных компанией в результате крупных операций по слиянию;
- нарастающий процесс глобализации деятельности компаний, требующий расширения ее географических масштабов и создания совместных предприятий;
- стремление максимально использовать выгоды и снизить риски, связанные с конкретными направлениями деятельности.

Основной целью обратного разделения и выбытия из состава корпораций (предприятий) является увеличение биржевой стоимости их акций. В 2001 году было объявлено о нескольких подобных операциях. Например, о разделении компаний «British Telecommunications» с «Yell» и «Cellent», «Diageo» с «Burger King» и об обратном разделении фирмы «Kindfisher».

Комментируя результаты анализа, К. Кук, руководитель подразделения КПМГ (Великобритания) по обслуживанию операций, отмечает: «Нынешние экономические условия заставляют многие компании сосредоточить внимание на своих основных операциях. Рынок, для которого характерна тенденция к сокращению оборота, требует постоянного поступления денежной наличности, перегруппировки средств, переориентации деловой стратегии и возврата капитала акционерам, а также предполагает решение задач, связанных с надзором и обеспечением общего руководства» [12].

Дж. Келли, руководитель подразделения КПМГ (Великобритания) по вопросам слияний и поглощений, добавляет: «Сейчас отмечается увеличение количества разделений и выбытия среди ранее поглощенных или слившихся компаний, и многие из них внимательно изучают возможности разделения. Мы полагаем, что в ближайшие годы эта тенденция будет усиливаться на фоне возрастающего стремления компаний занять доминирующие позиции на мировом рынке. Все большее значение приобретает специализация деятельности, и для решения этой задачи компании ведут усиленный поиск внутренних резервов» [12].

В 2000 г. наибольшую активность в этом направлении проявили компании сектора СМИ (21% всех операций по выбытию и разделению), включая «Pearson», «Cranada Media» и «Carlot communications». За ними следовали предприятия коммунальных услуг и финансовые компании (соответственно 16% и 14%). Среди наиболее крупных операций можно выделить разделение инфраструктуры компании «British Gas» и ее отдела развития бизнеса и продажу компаниями «Lattice Group PLC» и «Schroders» своих подразделений по средне- и долгосрочному инвестированию компании «Sulomon Smith Barney». В секторе телекоммуникационных услуг также отмечалось увеличение числа подобных операций. В прошлом году реорганизацию своей структуры провели компании «Vodafone», «Cable & Wireless» и «British Telecommunications».

Характерно, что и в странах континентальной Европы многие компании начинают понимать выгоды разделения. В качестве примеров можно назвать концерны «Henkel», «Siemens», «Novartis» и «BASF». Эксперты считают, что в течение ближайшего года количество таких операций в Европе заметно увеличится. Например, в Германии либерализация налогообложения роста рыночной стоимости капитала сделает эти операции еще более привлекательными. Международные рынки капитала будут стремиться получить прямой

#### **Страницы 44-45**

доступ ко многим «лакомым» компаниям, которые в силу исторических причин входили в структуру ведущих европейских концернов.

Несмотря на то, что нашумевшие операции разделения ранее слившихся компаний значительно увеличили рыночную стоимость их акций, само по себе проведение таких операций не гарантирует успеха. Большое количество проанализированных операций не повлекло за собой увеличения стоимости акций разделившихся предприятий через шесть месяцев после завершения операции, а некоторые из них оказались просто убыточными. Это подтверждает наличие значительных рисков, связанных с разделением компаний, и выдвигает на передний план задачу тщательного стратегического планирования подобных операций.

В наиболее развитых странах в 80-е и особенно в 90-е годы в качестве решающих факторов конкурентоспособности выступают интенсивность внутренней конкуренции и децентрализация корпоративной деятельности. Новым явлением стали процессы, обратные диверсификации, которые получили названия «Тосизтд» и «сПуезЩиге», то есть процессы, связанные с расформированием конгломератов, освобождением от непрофильных производств и концентрацией усилий на основных видах деятельности. Наиболее продвинутой фазой этого процесса стал так называемый аутсорсинг, когда с передачей всех неосновных функций (включая маркетинг, логистику, вспомогательное производство, закупки и финансы) другим фирмам компании остаются только разработка продукции (брендов), организация продаж и обслуживание клиентов. Между собой начинают конкурировать не организованные компании, а ноу-хау и владеющие ими бренды.

Все эти факторы в конечном итоге оказали серьезное воздействие на снижение рыночной стоимости диверсифицированных компаний и вызвали волну реструктуризации корпораций в 80-90-е годы в сторону большей специализации и концентрации на профилирующих областях деятельности.

Среди последних примеров такого рода назовем распродажу немецкой компанией «Сименс» своих подразделений розничных и банковских операций, а также производства электромеханических компонентов американским компаниям «Кольберг Крэвис Роберте» и «Тико интернэшнл» на общую сумму 1.9 млрд. долл.; разделение в марте 1999 г. американской «Хьюлетт - Паккард» на две независимые компании - одну с тем же названием, специализирующуюся на производстве компьютерного оборудования, и «Эйджилент технолоджиз», которая займется разработкой измерительных приборов для телекоммуникационной, медицинской и химической промышленности; приобретение французской «Да-нон» у американской компании «Маккессон» (информационные технологии для медицинской промышленности) непрофильных подразделений по выпуску минеральной воды; выделение из крупнейших германских химических корпораций «Байер», «БАСФ» и «Хёхст» подразделений по производству текстильных красителей и создание на этой основе отдельной крупной компании.

Последние данные свидетельствуют, что и финансово-промышленные группы начинают испытывать все большие трудности под влиянием усиливающейся конкуренции и глобализации. Анализ деятельности 500 крупнейших компаний, публикуемых в газете «Файнэншл тайме», показывает, что многоотраслевые и многопрофильные компании не только теряют свой рейтинг, но и вообще покидают список ведущих корпораций мира. Так, среди 100 к 1999 г. остались лишь 3 компании холдингового типа, в то время как в 1996 г. их было 7. За 1996-1999 гг. американский холдинг «Беркшир Хэйтэй» переместился в списке «Файнэншл тайме» с 42 на 59-е место, германская «Феба» - с 83 на 246-е, многоотраслевой концерн «Миннесота майнинг энд мэнифекчуринг» - с 72 на 160-е. Та же участь постигла многопрофильные химические корпорации: американская «Дюпон» опустилась с 28 на 73-е место, немецкая «Байер» - с 81 на 175-е. Компании же «Сиба» (44-е место в 1996 г.) и «Хёхст» в рейтинг 1999 г. вообще не попали.

Интересно также проследить судьбу компаний, входящих или входивших в ведущие японские финансово-промышленные группы, такие как «Мицуи», «Мицубиси», «Сумитомо», «Фуё» и др. Оказывается, что вхождение в такие группы не спасает от потерь конкурентных позиций. Так, в рейтинге «Файнэншл тайме» 1996 г. присутствовало 8 компаний из группы «Мицубиси», а к 2000 г. их осталось только 3. При этом ведущая машиностроительная корпорация «Мицубиси хэви индастриз» с 76-го места в 1998 г. Переместилась

#### **Страницы 46-47**

на 320-е, а в 1999 г. вообще покинула список 500 крупнейших компаний мира. Из шести компаний, входивших в финансово-промышленную группу «Сумитомо», к 1999 г. остался лишь «Сумитомо бэнк», опустившийся с 18 на 136-ю позицию. Группу «Мицуи» в 1996 г. представляли 3 корпорации, в 1999 г. - ни одной.

С острыми проблемами сталкиваются и южнокорейские финансово-промышленные группы. Трудности с ликвидностью испытывает, например, конгломерат «Хёнде», прежде всего его материнская компания «Хёнде инжиниринг энд кон-стракшн». Для выхода из сложной финансовой ситуации (в 2000 г. группе предстоит выплатить долгов на сумму 700 млн. долл.) компания намерена распродать часть активов. Общая задолженность группы «Хёнде» составляет 45.8 млрд. долл., что грозит банкротством, подобным тому, которое произошло в 1999 г. с группой «Дэу». По мнению международных рейтинговых агентств «Мудиз» и «Стандард энд Пурс», крупные долги конгломератов ослабляют банки и увеличивают вероятность нового финансового кризиса в Южной Корее.

#### **1.2.7. Зарубежный опыт корпоративного управления Американская система корпоративного управления**

Структура акционерного капитала и особенности американской системы. Акционерный капитал американских компаний в значительной степени представлен огромным числом участников. Поэтому ни одна из групп акционеров не может претендовать на особые преимущества. Значительная распыленность акционерного капитала, проявляющаяся в большом количестве инвесторов, владеющих относительно малыми долями в акционерном капитале, является преградой для осуществления владельцами контроля над деятельностью компаний. С другой стороны, мелкий инвестор имеет возможность продать свои акции (что не так легко сделать держателю крупного пакета акций) и этим выразить свое несогласие с руководством корпорации.

Этот механизм косвенного воздействия на деятельность менеджеров компании возможен только в условиях действительно эффективного финансового рынка. Посредством слияний, поглощений рынок позволяет инвесторам взять под свой контроль активы корпораций, способных приносить большую прибыль при условии смены управленческого персонала (менеджеров). Эта способность рынка осуществлять функции контроля связана с законодательными нормами, которые обязывают корпорации публиковать сведения о своем финансовом положении, что дает возможность осуществлять оценку деятельности корпорации.

Согласно действующему законодательству американские корпорации являются собственностью акционеров. Право акционеров принимать участие в текущих делах корпорации сведено к избранию директоров корпорации, которые затем управляют компанией от имени владельцев.

Совет директоров. Совет директоров американских корпораций выполняет следующие функции:

- надзор за процедурами избрания и переизбрания членов совета директоров и менеджмента;

- оценку финансовой деятельности;
- проверку выполнения корпорацией ее обязательств;
- обеспечение соответствия деятельности корпорации закону.

Сходными являются функции совета директоров в Великобритании:

- оценка стратегии корпорации;
- управление главными ресурсами (включая ключевые назначения);
- оценка деятельности служащих;
- установление норм поведения корпорации.

Совет директоров состоит из исполнительных и независимых директоров (при обычном составе в 12 человек независимых директоров - 9). Задача независимых директоров - осуществлять оценку деятельности менеджеров, одновременно неся номинальную ответственность за дела корпорации.

Часто номинальный характер участия совета директоров в делах корпорации отражает символический характер участия акционеров в управлении корпорацией.

### **Немецкая система корпоративного управления**

В Германии в отличие от США большая часть акционерного капитала какой-либо корпорации находится во владении других корпораций, т. е. существует система перекрестного

### **Страницы 48-49**

владения акциями. Она охватывает более половины совокупного акционерного капитала. В руках индивидуальных инвесторов находится менее 20% акций. В большей части это сертификаты на предъявителя, которые передаются банкам. Таким образом, акционерный капитал Германии является в высшей степени концентрированным (в США он распылен). Поэтому немецкий акционерный капитал в большей степени заинтересован в контроле над деятельностью корпораций. В отличие от американской системы немецкая менее пользуется услугами фондового рынка.

В Германии право представительства в совете директоров чаще всего предоставляется банкам и инвестиционным компаниям. Концентрация акционерного капитала (и права голоса) ведет к сравнительно прямому представительству акционеров. В основе деятельности совета директоров лежит принцип: «Многоуровневая корпорация - общий интерес».

Правление корпорации состоит из двух органов: Наблюдательного совета (состоит из независимых директоров) и Исполнительного совета.

Эти органы разделяют наблюдательные и исполнительные функции, т. е. полномочия и ответственность. Главная задача наблюдательного совета - обеспечить управление компанией компетентными менеджерами. Наблюдательный совет отвечает за утверждение балансового отчета, ежегодного отчета, определение уровня дивидендов.

### **Японская система корпоративного управления**

Она соответствует системе организации производства. Это тот тип организации, который характеризует формирование индустриальных групп, известных под названием «кей-рецу». Он предполагает наличие значительных банковских инвестиций в промышленность с высокой степенью перекрестного владения. Компания, входящая в состав «кей-рецу», наибольшую выгоду полу-

чает не от дивидендов, а от деловых отношений с прочими компаниями концерна. Система управления представляет собой комбинацию надзора и контроля за деятельностью менеджеров.

Среди факторов, обеспечивающих Японии промышленную, финансовую и особенно научно-техническую силу, превосходство над конкурентами на внутреннем и внешнем рынках, следует выделить особую адаптивность компаний к изменениям условий развития. Так, к середине 80-х гг. по сравнению с 70-ми они снизили удельную материалоемкость почти в два раза; удельную энергоёмкость более чем на 30%. Это была их реакция на повышение цен на сырьё и энергоносители в результате нефтяных кризисов. А стремительное повышение курса иены в 1985 г. заставило их за два года почти в два раза сократить издержки производства, сделать свои отрасли рентабельными и экспортно конкурентными.

Успехи японских компаний обусловлены целым комплексом черт, и одной из важнейших является их практика организации и управления производством.

В настоящее время практически все крупные японские компании занимаются разработками стратегического плана своего развития. Под стратегическим планом они понимают «набор основополагающих решений, имеющих целью достижение соответствия среде развития и эффективное приспособление к ее изменению, умелое использование возникающих новых шансов на основе накопления и развития ресурсов управления».

Стратегическое планирование пришло на смену долгосрочному планированию (прогнозированию) в связи с изменениями в «среде» развития предприятий, а именно вследствие повышения степени неопределенности в развитии многих факторов, формирующих понятие «среда». Основное отличие стратегического планирования от долгосрочного состоит в том, что оно представляет собой более гибкий механизм, который постоянно переоценивает и перерабатывает разработанные концепции на основе сигналов, поступающих из окружающей среды.

В японской практике существует два подхода к выработке стратегического плана. При первом контуры будущего определяются с учетом перспектив развития ресурсной базы (техники, финансов, кадров и т. д.). При втором отталкиваются от целей развития, а затем планируют необходимые для их достижения ресурсы.

Японские специалисты в области организации и управления производством придерживаются мнения, что при любом подходе в самом начале (с первого раза) невозможно абсолютно точно сформировать будущее компании (стратегию

### **Страницы 50-51**

развития) и рассчитать движущие силы. Поэтому первые варианты стратегических планов оказываются ошибочными. Но, как отмечают японские ученые, пригодность стратегии определяется не тем, насколько она точна была с самого начала, а тем, насколько она открыта для улавливания новой информации, новых возможностей, пересмотра точек зрения и перераспределения ресурсов.

Между стратегией развития и организацией производства и управления существуют тесные взаимосвязи. От особенностей организационных структур компаний зависит и возможность реагировать на изменения окружающей среды.

Основным типом организационной структуры крупных компаний является дивизиональная структура. В ее основе лежит принцип децентрализации управления. Эта структура строится на выделении дивизионов (отделений) исходя из их привязки к сегментам рынка. Каждое отделение наделяется правом хозяйственной самостоятельности. Характерной чертой этой структуры является разделение ответственности в принятии решений: оперативные решения принимаются в отделениях, а стратегические - на высшем уровне руководства.

Переход к дивизиональным структурам был связан также с развертыванием нового типа стратегии - стратегии диверсификации. Диверсификация - это процесс глубокой перестройки промышленности, процесс проникновения в новую (или другую) сферу деятельности. Эта тенденция усилилась к началу 90-х гг. На путь диверсификации японские компании заставило перейти то обстоятельство, что потенциал многих из них начал ослабевать. Сократился спрос, вырос импорт аналогичной продукции, упала конкурентоспособность, снизилась рентабельность.

Японские специалисты в области организации производства и управления выделяют пять принципов диверсификации:

S (Single) - новое производство организуется по существу в той же области, что и основное;

V (Vertical) - новое производство организуется в областях, являющихся по отношению к основному стадиями вертикальной переработки сырья;

D (Dominant) - новое производство организуется в областях, не связанных с основным по вертикали, но тяготеющих к нему;

R (Related) - новое производство организуется в областях, имеющих с основным что-либо общее (например, рынок или технологию);

U (Unrelated) - новое производство организуется в областях, никак не связанных с основным производством.

Дивизиональная структура позволяет менеджерам использовать различные модификации, вплоть до создания дочерних или родственных компаний. Дальнейшим путем совершенствования дивизиональной структуры является перерастание отделений в стратегические предпринимательские единицы (СПЕ, Strategic Business Unit). На СПЕ возлагается задача и стратегического планирования, в основе которого лежит оценка ситуации на рынке и поведения конкурентов, а также набор стратегических решений, способных поддержать и усилить жизнедеятельность компаний.

Как организационная единица СПЕ обладает следующими чертами:

- имеет свой собственный производственный профиль и самостоятельное хозяйственное назначение, отличное от других СПЕ;

- на рынке имеет собственных конкурентов и выступает в качестве самостоятельного контрагента;

- самостоятельно распоряжается предпринимательскими ресурсами на всех стадиях - разработки, производства и продаж продукта;

- в пределах разработанного стратегического плана руководитель СПЕ наделяется правом принятия независимых управленческих решений и свободного маневрирования ресурсами.

Необходимо подчеркнуть, что подход японских компаний к планированию является чрезвычайно прагматичным. Обязательными к исполнению являются лишь краткосрочные планы (до одного года), среднесрочные - являются индикативными, подвергаются частым изменениям, а иногда и радикальному пересмотру. Большинство компаний, не колеблясь, отходят от запланированных целей, если того требует изменение среды развития.

Процесс выработки единого среднесрочного плана состоит из следующих стадий.

1. Соответствующие службы компаний во главе с центральным

### **Страницы 52-53**

отделом сводного планирования определяют круг задач и проблем, стоящих перед компанией. При этом учитываются такие вопросы, как состояние макроэкономики, политика деловых кругов, изменения в законодательстве, тенденции технического развития и т.д.

2. Центральные службы компании, разработав общий курс, цели и основные задачи всей компании и наметив общую схему действий для каждого отделения, направляют документы высшему руководству. После одобрения руководством эти документы рассылаются в отделения, которым поручается разработка детальных планов.

3. Каждое отделение, основываясь на расчетах своих плановых служб и наметках, полученных из штаб-квартиры, а также путем многочисленных консультаций со смежными отделениями прорабатывает в деталях и составляет первый вариант плана отделения.

4. Планы, представленные отделениями, суммируются, обобщаются в центральном отделе сводного планирования и передаются высшему руководству компании в качестве плана распределения ресурсов и перечня необходимых мероприятий. Затем те разделы плана, которые с точки зрения высшего руководства требуют определенных исправлений, возвращаются опять в отделения.

5. Отделения вносят необходимые изменения в свои планы (с детальной проработкой мер по их осуществлению) и представляют второй вариант плана (иногда к нему прилагается также план действий при непредвиденных обстоятельствах, разрабатываемый на случай резких изменений условий развития).

6. На основании наметок среднесрочного плана, получившего окончательное одобрение высшего руководства компании, составляется бюджет расходов и доходов отделений на год (ино-



гда на полугодие).

7. Составление среднесрочного плана завершается путем включения в него планов развития родственных и смежных компаний.

Обычно среднесрочный план содержит следующие контрольные показатели: общий объем производства, продаж и прибыли, структуру издержек производства. В некоторых случаях указывают объем и структура продукции, изготавливаемой по заказу, объем и структура продукции, закупаемой у других компаний. Наряду со среднесрочным планом составляется пятилетняя программа распределения ресурсов (людских, сырья и материалов, капитала, оборудования) по основным направлениям производственной деятельности компании. Для каждого отделения также разрабатывается свой план развития, включающий такие контрольные показатели: объем продаж, уровень самофинансирования и норматив прибыли.

Следует подчеркнуть, что суть перестройки дивизиональной структуры перехода от отделений к СПЕ - состоит в придании низовым структурным единицам новых управленческих функций - функций стратегического планирования.

Стратегические планы, разрабатываемые в СПЕ, представляют собой среднесрочные трехгодовые планы, содержащие набор решений, способных поддержать и усилить конкурентоспособность СПЕ. Они включают мероприятия в области техники, организации производства и продаж и четко определяют обязанности как отделения (СПЕ) в целом, так и каждого исполнителя по реализации этих мероприятий.

Разработка планов начинается с анализа положения дел на рынке (тенденций развития потребительского спроса, основных направлений развития техники и технологии производства, сильных и слабых сторон в деятельности конкурентов и т.д.). Затем производится оценка собственных возможностей СПЕ в той или иной области.

Далее путем сопоставления положения на рынке и собственных возможностей выбирается наиболее подходящая стратегия развития СПЕ. Поскольку трехгодичный стратегический план СПЕ должен представлять собой документ, содержащий мероприятия по реализации стратегии (вплоть до определения места и сферы ответственности каждого работника), то на этапе его конкретной разработки к работе привлекаются начальники всех подразделений, входящих в СПЕ, - отдела НИОКР, производственных отделов, плановых, финансовых, коммерческих служб и т. п.

Что же касается следующего этапа - согласования позиций между руководством СПЕ и штаб-квартирой компании, то в целом он идентичен описанному выше процессу выработки среднесрочного плана в компаниях с дивизиональной структурой.

### **Страницы 54-55**

Заключая рассмотрение данной проблемы, следует подчеркнуть, что при всех различиях, определяемых особенностями организационных структур, функциональное назначение среднесрочных (стратегических) планов по существу одинаково во всех компаниях с дивизиональной организацией и сводится к следующему. Во-первых, в ходе разработки среднесрочного плана происходит уточнение стратегии развития всей компании (выверяются направления развития, конкретизируются роль и задачи каждого подразделения, дается оценка ресурсной базы). Во-вторых, происходит корректировка структуры расходов по отделениям в соответствии со стратегическими установками компании. В-третьих, благодаря информации, поступающей в штаб-квартиру из отделений, становится возможным гибкое приспособление компании к изменению внешних условий развития.

По статистике в Японии различают два типа компаний - «кигё сюдан» и «кигё гуруппу» (или «кейрэцу»).

Первый представлен шестью промышленно-финансовыми группами: Мицуи, Мицубиси, Сумитомо, Фуё (Ясуда), Дай-ити Кангё, Санва, сформировавшихся вокруг банков с теми же названиями. Производственные связи между членами группы скрепляются системой перекрестного владения акциями, перекрестным директоратом и практикой еженедельных встреч их президентов.

Ко второму типу относятся группы предприятий, функционирующие как целостная органичная предпринимательская единица. Между головной (материнской) компанией и группированными предприятиями существуют различные виды связей, главными из которых являются

производственные, «нанизанные» на производственный профиль материнской фирмы. Исходя из особенностей обслуживания производственных нужд головной фирмы можно выделить следующие виды сгруппированных предприятий.

Первый вид- это предприятия, располагающиеся «над» или «под» материнской фирмой с точки зрения организации производственного процесса. При этом, как правило, в материал опроизводящих отраслях группированные предприятия располагаются «над» материнской фирмой, а в отраслях конечной обработки и сборки - «под» ней.

#### **Сравнительные характеристики моделей корпоративного управления**

Характеристики модели	Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель
Система социальных ценностей	индивидуализм свобода выбора	Социальное взаимодействие и согласие	взаимодействие и доверие
Роль трудовых коллективов	пассивная	Активная	активная сопричастность
Основной способ финансирования	фондовый рынок	Банки	за счет близости к властным структурам
Информационная асимметрия	менеджмент	менеджмент, «домашний банк»	главный банк
Временной горизонт инвестирования	краткосрочный	долгосрочный	долгосрочный
Стоимость капитала	высокая	Средняя	низкая
Рынок капитала	высоколиквидный	Ликвидный	относительно ликвидный
Основная экономическая единица (в крупном бизнесе)	компания	Холдинг	финансово-промышленная группа
Тип инвестиций	радикальные	Сложные	инкрементальные
Оплата менеджмента	высокая	Средняя	низкая
Структура акционерного капитала	дисперсная	Существенно сконцентрированная	сконцентрированная

#### **Страницы 56-57**

Второй вид - это предприятия, располагающиеся по горизонтали, т. е. действующие в той же области производства, что и материнская фирма, и используемые для расширения доли на рынке.

Третий вид - это предприятия, созданные для организации сбыта продукции материнской компании. Наибольшее распространение эта форма «кэйрэцу» нашла в автомобилестроении и электромашиностроении.

Четвертый вид - это предприятия, созданные (или присоединенные) материнской компанией с целью проникновения в новые области производства на основе стратегии диверсификации.

Пятый вид - это предприятия, создаваемые для проникновения на зарубежные рынки. Их могут представлять компании самого различного профиля: торговые, финансовые, производственные и др.

В табл. 2 приведены сравнительные характеристики рассмотренных выше корпоративных моделей управления.

#### **1.2.8. Принципы корпоративного управления**

Проблема корпоративного управления, связанная с установлением баланса интересов раз-

ных групп заинтересованных лиц (акционеров, в том числе крупных и миноритарных, менеджеров компании и ее работников, государственных органов), актуальна для большинства стран мира.

Вопрос выработки норм корпоративного управления стал центром внимания и международных организаций. Советом ОЭСР в мае 1999 г. были утверждены Принципы корпоративного управления, которые носят рекомендательный характер и являются ориентиром для создания правовой базы корпоративного управления на государственном уровне, а также для оценки и выработки компанией собственной практики. В документе изложены принципы, относящиеся к пяти областям:

1. Права акционеров
2. Равноправие акционеров
3. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией
4. Раскрытие информации и прозрачность
5. Обязанности совета директоров

К основным правам акционеров относятся права на:

- 1) надежные методы регистрации права собственности;
- 2) отчуждение или передачу акций;
- 3) получение необходимой информации о корпорации на своевременной и регулярной основе;
- 4) участие и голосование на общих собраниях акционеров;
- 5) участие в выборах правления;
- 6) долю в прибылях корпорации.

Отношение ко всем акционерам одной категории должно быть одинаковым. В рамках каждой категории все акционеры должны иметь одинаковые права голоса. Все инвесторы должны иметь возможность до покупки акций получить информацию о правах голоса, связанных с каждой категорией акций. Любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров.

Структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными лицами в создании богатства и рабочих мест и обеспечении устойчивости финансово благополучных предприятий.

Структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией.

Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль за администрацией со стороны правления, а также подотчетность правления перед компанией и акционерами.

Стопроцентный уровень реализации этих принципов не достигнут нигде. Но более всего приблизились к нему наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой семье (США, Гонконг, Канада). Несколько отстают страны континентального права.

## **Страница 99**

### **Глава 3**

### **СТРАТЕГИИ КОРПОРАЦИЙ**

#### **3.1. Основные принципы разработки стратегии корпорации**

Термин «стратегия» в военном контексте можно понимать как «план победы над врагом». Замена слова «враг» словом «конкурент» переводит это определение в сферу бизнеса: стратегия – это план победы над конкурентом.

Корпоративная стратегия определяет и показывает намерения и цели компании, содержит линии поведения и планы мероприятий, необходимых для достижения целей.

Система стратегических решений компании определяет объем и характер деловой активности, в которой проявляет себя компания, тип экономической и социальной организации, к созданию которой она стремится, а также сущность экономического и внеэкономического вклада, который корпорация намеревается внести в жизнь акционеров компании, ее служащих, потребителей и местного населения.

На уровне компании от корпоративной стратегии зависит ее место на конкурентном рынке. Как указывает Джеймс Е. Сайлер (Гарвардский университет), место компании определяется не тем, что компания умеет делать, и не тем, что компания умеет делать хорошо, а только тем, что она умеет делать лучше своих конкурентов. Рыночного преимущества компания достигает тогда, когда эффективно соединяет свои ресурсы и возможности их использования.

Разработка стратегии - это определение целей и средств к их достижению. В широком смысле эффективная стратегия сочетает предоставляемые рынком возможности с возможностями, целями и обязательствами компании.

Предоставляемые рынком возможности определяют, чего может добиться компания. Чтобы изучить их, требуется тщательный анализ как возможностей для бизнеса, так и угрожающих ему факторов.

Возможности рынка определяют, что компания могла бы сделать. Каковы эти возможности, выясняется в ходе тщательного расчета шансов опасностей, связанных с данным бизнесом.

### **Страницы 100-101**

Характерные особенности корпораций характеризуют то, что компания *способна сделать*. Чтобы понять, насколько компания компетентна, надо тщательно проанализировать ее сильные и слабые стороны с точки зрения технологии, финансов, людских и иных ресурсов.

Корпоративные *ценности* показывают, что компания хочет сделать в данном культурном контексте. Эти ценности находят свое выражение в ценностях и устремлениях, которым привержены основные разработчики стратегии.

*Обязательства* корпорации означают, что компании следует сделать в непроизводственной среде, чтобы соответствовать ожиданиям со стороны общества.

Кеннет Эндрюс предложил набор критериев для оценки стратегии корпорации. Хотя его предложения были сделаны в другом контексте, они представляются весьма полезными для независимых директоров, действующих в условиях экономики переходного периода. Мы приводим их в сжатой форме.

Вероятно, самым важным вопросом является вопрос: «А имеем ли мы дело со стратегией?» Чтобы быть уверенным в этом, необходимо выделить в имеющемся материале корпоративные цели и реальные меры. Количество возможных и весьма заманчивых целей огромно, но выбор самых привлекательных на этот момент вариантов неизменно приведет к распылению ресурсов. В переходный период, когда корпорация обладает скудными ресурсами и чрезвычайно заинтересована в их эффективном использовании, такие решения столь же опасны, сколь и соблазнительны. Свидетельством того, что избранная стратегия действительно продумана и основательна, может стать тщательная оценка всех альтернативных возможностей. Анализ всех имеющихся возможностей зачастую заменяется расплывчатыми фразами вроде «нашей целью является достижение роста и прибыльности на всех рынках, где мы действуем».

Удостоверившись, что у корпорации есть стратегия, мы можем задать следующий вопрос: «Является ли избранная стратегия в каком-либо отношении уникальной?» Важнейшим качеством эффективной стратегии является ее уникальность, ее способность поразить использованием неожиданных возможностей. Стратегия обязана наглядно представить, в чем данная компания отлична от ее конкурентов - в изобретениях, конструировании, производстве, продаже, доставке или обслуживании своей продукции. Где-то в этой цепи последовательных шагов - от изобретения продукта до сервисного обслуживания (цепи ценностей) - компания обязана найти что-то свое, что станет основой ее конкурентоспособности. Стратегии, основанные на имитации того, что делают сильные конкуренты, могут улучшить производственные показатели компании, но редко ведут к приобретению существенного рыночного преимущества. Поиски уникальности означают нахождение возможности там, где их не увидели конкуренты. Вопрос: «Исчерпывает ли стратегия возможности, предоставляемые рынком?» является противовесом желанию искать те же возможности, что и любая другая компания, и сделать ставку на них.

Сфера поиска новых возможностей связана и с тем, что может компания, и с тем, что она хочет делать. На характер выбора, совершаемого корпорацией, определяющее влияние оказывают корпоративные ценности - идеи и устремления старших менеджеров компании и характер корпоративной культуры. Многие истории успешного развития корпоративного бизнеса начинались с

устремлений, которые своей масштабностью значительно превосходили существовавшие наличные ресурсы и возможности корпорации. Но ни одна из них не добивалась успеха, если ее цели не соответствовали ее возможностям. Поэтому директор (управляющий) должен задаться следующим вопросом: «Как соотносится стратегия корпорации с ее ресурсами и возможностями?»

В основе процесса компетентной оценки корпоративной стратегии лежит оценка сильных и слабых сторон корпорации в контексте тех возможностей и опасностей, которые предоставляет рынок. Возможности, которые не подкреплены компетентностью, не приносят плодов, поэтому их определение должно сопровождаться анализом способностей и ресурсов, необходимых для реализации этих возможностей. То, что на определенном рынке можно получить прибыль, не предполагает автоматически, что компания, не имеющая достаточных сведений и навыков работы, сможет это сделать. Способность изготовить дешевый продукт еще не предполагает возникновения рыночного преимущества: дешевые продукты, которые никто не покупает, столь же убыточны, как и

### **Страницы 102-103**

дорогие. Вполне естественной для менеджеров является склонность переоценивать сильные стороны своей компании в отношении возможностей, которые они хотели бы реализовать. Другой ошибкой является недооценка слабых сторон своей компании. Совет директоров не должен допускать этих тенденций.

Проблема оценки возможностей, которыми располагает корпорация, заставляет нас поставить следующий вопрос: «Оправдан ли экономически избранный корпорацией уровень риска?» По самой своей природе стратегический выбор предполагает вложение существенных ресурсов и значительный риск с перспективой предположительно отдаленных доходов. Уровень риска, сопряженного со сделанным компанией выбором, трудно определить наверняка, но он должен соотноситься с объемом ресурсов компании, а также с возможностями ее руководства и служащих. Обратной стороной рискованности стратегии является следующий вопрос: «Содержит ли стратегия стимулы для работы корпорации?» - вопрос, который обычно оставляют без внимания. Ни одна из компаний не смогла достичь успехов, реализуя стратегии, которые расходились с интересами среднего звена ее руководителей и ее служащих. Приверженность стратегии есть ключ к ее эффективной реализации, и характер стратегического выбора, сделанного корпорацией, должен учитывать степень привлекательности той или иной стратегии для служащих компании.

И, наконец, очевидный вопрос: «Видим ли мы на ранней стадии реализации стратегии первые признаки ее эффективности?» Стратегия есть долгосрочная программа, которая должна постоянно подвергаться оценке и контролю. Неспособность стратегии принести ожидаемые результаты в течение определенного периода времени отнюдь не всегда говорит об ошибках в стратегическом планировании - это может быть результатом краткосрочных негативных процессов, происходящих на рынке, или следствием событий, полностью просчитанных в рамках рисков. С другой стороны, отсутствие результатов может быть следствием не замеченных вовремя дефектов стратегии. Опираясь на интерпретацию краткосрочных результатов реализации стратегии, руководство компании может счесть необходимым пересмотр положений, лежащих в основе стратегии.

Взятые в совокупности, все эти вопросы означают одно: независимо от того, насколько привлекательными могут быть открывающиеся перед компанией возможности, нельзя вкладывать в их реализацию средства, полагаясь только на фактор ожидаемой прибыли. Стратегия не является свободным от оценочного подхода выбором рыночных возможностей: в процессе разработки и реализации стратегии в равной степени должны учитываться и корпоративные ценности, и задачи корпорации, и ее возможности. В этом смысле при выборе корпоративной стратегии следует принимать во внимание интересы и ожидания многочисленных «соучастников» деятельности компании, и этот компонент стратегического выбора играет особую роль в условиях экономики переходного периода. Проблема состоит совсем не в том, исполняет или не исполняет компания свои социальные обязательства, проблема в том, каковы эти обязательства. В этом смысле проблема должна быть рассмотрена не только в контексте существующего законодательства и определенных законом обязанностей корпорации. Данная проблема должна быть рассмотрена и в контексте перспективы самого бизнеса: в условиях экономики переходного периода учет различающихся интересов акционеров компании и ее «соучастников» может означать различие между определен-

ной широтой возможностей для осуществления стратегического выбора и появлением ограничений, которые закроют эту возможность.

### **3.2. Процесс разработки стратегического плана**

Профессор Калифорнийского университета Дэвид А. Аакер [45] определяет стратегию следующими четырьмя направлениями:

1. *Товарный рынок, на котором будет конкурировать бизнес.* Сфера бизнеса определяется товарами, которые компания планирует предложить и от производства которых она отказывается; рынками, которые она стремится/или не желает обслуживать; конкурентами, с которыми она будет соперничать и от конфликтов с которыми она стремится уклониться; а также уровнем вертикальной интеграции. Иногда важнейшим решением относительно сферы бизнеса становится выбор товаров или сегментов, которых компании следует

#### **Страницы 104-105**

именно избегать, потому что такого рода выбор — если его, конечно, строго придерживаются — позволяет сэкономить необходимые для успешной конкуренции на других рынках ресурсы,

2. *Уровень инвестиций.* Имеющиеся варианты можно сгруппировать:

- инвестиции в рост (или вход на товарный рынок);
- инвестиций а укрепление занятых позиций;
- инвестиции в поддержание бизнеса (посредством минимизации инвестиций);
- возвращение максимально возможного объема активов от ликвидации или дивестиции

(продажи) бизнеса.

3. Функциональные стратегии, необходимые для конкуренции на выбранном товарном рынке. Конфетный способ конкуренции обычно характеризуется одной или несколькими функциональными стратегиями, такими как:

- товарная стратегия;
- коммуникативная стратегия;
- ценовая стратегия;
- стратегия распределения;
- производственная стратегия;
- информационная стратегия;
- стратегия сегментирования;
- глобальная стратегия;
- Интернет.

4. Обеспечивающие устойчивые конкурентные преимущества (УКП) стратегические активы или компетенции, на которых базируется бизнес-стратегия. Стратегические компетенции - это стратегически значимые для бизнес-единицы направления деятельности, а которых она наиболее сильна (например, производство или продвижение товара). Под стратегическими активами понимаются некие ресурсы (например, торговая марка или покупатели), превосходящие по своим параметрам аналогичные ресурсы конкурентов. В процессе формулирования стратегии необходимо учесть издержки и технические возможности создания или поддержания являющихся основой УКП активов или компетенции.

Эти направления применимы к любому бизнесу. Если же речь идет о корпоративной структуре бизнеса, состоящей из нескольких бизнес-единиц, то появляются еще два.

5. Распределение ресурсов между бизнес-единицами. Распределению подлежат генерируемые внутри или вне организации финансовые ресурсы, а также заводы, оборудование и люди. Даже в небольшой организации решение о распределении ресурсов играет ключевую роль в стратегии бизнеса.

6. Существование синергетических эффектов между компаниями; извлечение выгоды из комплиментарности и взаимной поддержки бизнес-единиц. Логичным представляется предположение, в соответствии с которым способные достичь синергетических эффектов организации с несколькими видами бизнеса получают преимущество перед игнорирующими или неспособными добиться синергизма.

Стратегию бизнеса Д. А. Аакер [45] представляет в виде трех основных составляющих:

- Решение о товарно-рыночных инвестициях определяет сферу бизнеса, интенсивность инвестиций в нее и распределение ресурсов между несколькими компаниями.
- Стратегии функциональных областей — что именно вы делаете?

- Основа устойчивых конкурентных преимуществ - соответствующие функциональным стратегиям активы, компетенции и/или синергизм.

Рассматривая основные стратегические направления, профессор Гарвардского университета М. Портер, назвал дифференцирование и снижение издержек двумя базовыми стратегиями [36].

Д. А. Аакер предлагает в дополнение к этим двум следующие три стратегии: фокусирование, упреждение и синергизм.

Фокусирование, по его мнению, может быть главным источником устойчивого конкурентного преимущества, если удастся сконцентрировать усилия на узком сегменте рынка.

Стратегия упреждающего маневра предполагает, что компания становится пионером в своей сфере бизнеса, в силу чего первой создает становящиеся основой УКП активы или компетенции. Условием успеха упреждения является невозможность для конкурентов повторить маневр или помешать ему.

Синергизм - это преимущество бизнеса, возникающее благодаря установлению его связей с другими бизнес - единицами в рамках подразделения или фирмы. Две бизнес - единицы

#### **Страницы 106-107**

например, могут иметь общий торговый персонал, офис или склад, что позволяет добиться уменьшения издержек или инвестиций.

Снижение издержек может быть достигнуто посредством экономии на этапе проектирования товара, оптимизации производства, а также за счет эффекта масштаба и эффекта кривой опыта.

Стратегия фокусирования обычно базируется либо на дифференцировании, либо на снижении издержек, однако предполагает концентрацию на более узком сегменте товарного рынка.

Упреждающий стратегический маневр означает осуществление инновационной для данного региона или сферы бизнеса стратегии, которая ввиду своей новизны создает сложные для копирования или нейтрализации активы или компетенции. Чтобы получить преимущество первого игрока, компания - инноватор должна обладать настойчивостью и финансовыми возможностями, а также правильно оценивать готовность рынка к принятию нового товара.

При благоприятных условиях осознанная стратегия преследования позволяет избежать издержек и рисков первенства в товарной категории.

Появление в термине «стратегическое управление» слова «рыночное», говорит о том, что разработка стратегии должна отталкиваться от рынка и внешней среды, а не от внутренней ориентации корпорации. Этот процесс должен носить скорее упреждающий, нежели реактивный характер, необходимо стремиться не к адаптации, а к изменениям среды в интересах корпорации.

#### **Внешний анализ (анализ среды).**

Большое влияние на результаты деятельности компании оказывают силы, источники которых находятся вне непосредственных рынков сбыта или отрасли. Анализ среды представляет

#### **Страницы 108-109**

собой процесс обнаружения, изучения возможностей и угроз, создаваемых внешними силами. Важно ограничить его управляемыми и действительно значимыми факторами, иначе объем информации превысит все мыслимые пределы. В анализе среды, вернее в самой среде, можно выделять пять направлений: технологическое, государственное, культурное, экономическое и демографическое.

Технологический прогресс может кардинально изменить условия деятельности компаний любой отрасли и поставить перед трудными решениями тех, кто привык пользоваться хотя и прибыльными, но устаревшими техническими решениями. Например, появление микропроцессоров, Интернета и беспроводных коммуникаций повлияло на огромное число отраслей. Гостиницы, работавшие и внедрившие специализированные информационные системы, получили возможность индивидуального обслуживания клиентов, что способствовало повышению эффективности их деятельности и завоеванию преимущества над конкурентами.

Государственная среда имеет особое значение для транснациональных корпораций, работающих в странах с несовершенным законодательством и политической нестабильностью.

Во многих ситуациях стратегические решения невозможно принять в отрыве от культурной среды. Например, ключевой фактор успеха многих производителей одежды - умение идти в ногу с модой.

Знание экономической среды в стране или отрасли необходимо для прогнозирования соответствующих объемов продаж в будущем, а также для определения специфических рисков и угроз. В гостиничном бизнесе, например, прослеживается связь между общим состоянием экономики и главными покупательскими сегментами. Когда в экономике наблюдается спад, количество туристов (и тем более командированных бизнесменов) тоже сокращается.

Демографические тенденции затрагивают многие фирмы. Соотношение людей разных возрастных категорий наиболее важно для тех, чья продукция ориентирована на определенные группы, например на детей, студентов, людей среднего возраста или пенсионеров. В категории замороженных продуктов ситуация с демографическими характеристиками потребителя долго оставалась нестабильной, пока наконец не появились продукты, предназначенные как для взрослых, так и для детей.

Стратегическая неопределенность, вызванная любой компонентой внешнего анализа, может привести к появлению информационно-ненасыщенной области, то есть стратегически важной сферы, в которой будет наблюдаться долговременная потребность в информации. Для ее сбора могут потребоваться специальные исследования.

На основе стратегической неопределенности разрабатываются два-три (основанных на всесторонних оценках грядущего состояния среды) сценария будущего развития. Один из сценариев может быть оптимистичным, другой — пессимистичным, третий —промежуточным. Например, пессимистичный сценарий для категории замороженных продуктов на пять лет вперед может предсказывать высокий уровень конкуренции соперничающих фирм и интенсивности их взаимодействий. Каждый из сценариев должен заканчиваться выводами по стратегии.

Внутренний анализ необходим для детального изучения стратегически важных аспектов самой организации. В частности, в рамках внутреннего анализа изучается эффективность деятельности, а также основные детерминанты стратегии (сильные и слабые стороны, стратегические проблемы). Внутренний анализ, подобно внешнему, в качестве точки отсчета имеет конкретную стратегическую бизнес-единицу, но может с успехом проводиться и на агрегированном уровне, например на уровне подразделений или компании.

В качестве показателей эффективности прошлых стратегий и индикаторами жизнеспособности существующей товарной линии выступают прибыльность и объем продаж. Для того чтобы определить обеспечивает ли деятельность компании увеличение доходов ее акционеров, нужно сравнить показатель прибыли на активы (ПОА) (наиболее распространенный индикатор прибыльности) со стоимостью капитала. Другой показатель результативности объем реализации в разрезе товарных групп - объем продаж. Он отражает изменения в составе покупателей, которые, возможно, будут иметь долгосрочные последствия.

Анализ акционерной стоимости предполагает определение дисконтированной приведенной стоимости получаемых денежных потоков.

### **Страницы 110-111**

Более точные оценки состояния бизнеса в долгосрочной перспективе дают такие показатели, как:

- удовлетворение покупателя / лояльность к марке. Скольких покупателей мы привлекли и какова их лояльность к нашей марке {по сравнению с брендами конкурентов)?
- качество товара/услуги. Выгоден ли наш товар покупателям, выполняет ли он свои функции должным образом?
- ассоциации с торговой маркой/фирмой. Какие ассоциации вызывает наша компания у покупателей в смысле воспринимаемого качества, инновационности, ориентации на покупателя и т.д.?
- относительные затраты. Имеем ли мы преимущество перед конкурентами или отстаем по объемам затрат на сырье и материалы, проектирование, производство, оплату труда?



- разработка новых товаров. Удалось ли нам организовать поток новых товаров или модификации уже существующих продуктов, приносящих нам прибыль, а покупателям - удовлетворение?

- способности и результаты деятельности менеджеров. Достаточно ли у нас хороших работников для осуществления задуманных стратегий?

Анализ товарного портфеля предполагает рассмотрение результатов/силы каждой сферы бизнеса, в которой конкурирует компания, а также их привлекательность для компании. Одна из его целей - составление бизнеса-микс, установление портфельного баланса новых и зрелых товаров. Организация, не имеющая потока новых разработок, быстро оказывается в состоянии застоя, а затем и упадка. Кроме того, необходимо поддерживать определенное равновесие между товарами, обеспечивающими компанию денежными ресурсами, и товарами, требующими значительных инвестиций.

В процессе внутреннего анализа оцениваются также характеристики, определяющие стратегические возможности компаний: прошлая и текущая стратегии, стратегические проблемы, организационные способности и ограничения, финансовые ресурсы и ограничения, сильные и слабые стороны.

Прошлая и нынешняя стратегии представляют собой важные ориентиры и поэтому требуют изучения. В чем состоит их суть: в поддержании действующего бизнеса или его росте? Предполагают ли они дифференцирование или снижение затрат?

Каковы целевые сегменты? В чем заключается устойчивое конкурентное преимущество?

Стратегическая проблема, если ее вовремя не устранить, может иметь разрушительные последствия для компании. Например, для авиакомпании такой проблемой может быть поиск инвестиционных средств необходимых для обновления парка самолетов. У производителя инструментов может возникнуть проблема с качеством товара. Не следует путать стратегические проблемы со слабыми сторонами. К последним относятся скорее характеристики, с которыми организации приходится мириться. Конечно, во многих случаях недостатки удастся исправить (например, модернизация парка самолетов). В целом, проблемы устраняются, а слабые стороны нейтрализуются в рамках принимаемой стратегий или компенсируются сильными сторонами.

Внутренний анализ включает в себя оценку внутренней организации: структуры, систем, людей и деловой культуры. Внутренняя организация имеет стратегическую значимость, когда является источником:

- силы. В некоторых фирмах деловая культура оказывается настолько сильной, что она сама по себе становится основой устойчивого конкурентного преимущества;

- слабости. Фирма может испытывать недостаток специалистов по маркетингу. В то же время она оперирует в отрасли, в которой маркетинг является ключевым фактором успеха;

- ограничения. Предлагаемая стратегия должна соответствовать внутренней организации. Реалистичная оценка финансовой возможности организации нередко сразу ставит крест на некоторых стратегиях.

Анализ финансовых ресурсов будущих инвестиций (в виде планируемых денежных потоков или заемного капитала) помогает определить необходимый объем инвестиций.

Будущие стратегии нередко строятся по принципу использования сильных сторон и нейтрализации слабостей. Сильные и слабые стороны определяются активами компании (например, торговые марки) и компетенциями (например, реклама или производство).

Внешний и внутренний анализ служат двум целям: помочь в идентификации стратегических вариантов и определении критериев выбора лучших из них.

### **Страницы 112-113**

Существуют три способа идентификации стратегических альтернатив. Первый заключается в выборе товарных рынков, которые будет обслуживать фирма, и решении об объеме инвестиций для каждого из них. Второй способ предполагает разработку функциональных стратегий. Третий состоит в определении основ устойчивых конкурентных преимуществ на выбранных товарных рынках.

Выбор стратегических альтернатив опирается на:

- стратегии инвестиций в товарные рынки (определение товара и рынка, направления роста, стратегии инвестиций);

- функциональные стратегии.

- основы конкурентных преимуществ: активы, компетенции, синергизм.

Критериями выбора стратегии являются:

- разработка сценариев исходя из поставленных целей стратегических неопределенностей и возможностей/ угроз среды;

- необходимость достижения устойчивых конкурентных преимуществ (использование/нейтрализация сильных сторон организации или слабых сторон конкурентов);

- соответствие организационному видению/целям (получение долгосрочной прибыли на инвестиции, совместимость с видением/целями корпораций);

- осуществимость (использование только доступных ресурсов, совместимость с внутренней организацией);

- взаимосвязь с другими стратегиями фирмы (достижение равновесия товарного портфеля, увеличение гибкости, использование синергизма).

При разработке перспектив развития товарно-рыночные инвестиционные стратегии включают:

*Определение товара.* На практике многие стратегические решения связаны с конкретными товарами — выпуск каких товарных линий должен быть продолжен, какие новые линии могут быть введены, какие следует ликвидировать.

*Определение рынка.* Компания должна выбирать те рынки, на которых она имеет возможность завоевывать конкурентные преимущества. Такая концентрация усилий определяет основные направления деятельности фирмы.

*Вертикальную интеграцию.* Одни компании интегрируются с сырьевой базой (например, целлюлозно-бумажные комбинаты с заготовкой древесины), другие с розничной торговлей. Вопрос состоит в том, сколько вертикальных уровней должна иметь компания. Компромиссы между контролем и потенциальными доходами от вертикальной интеграции, с одной стороны, и повышенным риском и утратой гибкости, с другой - необходимо учитывать при создании вертикально-интегрированных структур.

*Направления роста.* Разрабатывая стратегию, важно занять динамичную позицию (в противовес статичной), которая помогает не ограничиваться каким-то одним вариантом развития, а выбирать сразу из нескольких.

Например, у компании имеются четыре варианта развития. Первый — дальнейшее проникновение на существующий товарный рынок. Фирма может попытаться переманить покупателей конкурентов или направить усилия на расширение потребления актуальными клиентами. Второй вариант предусматривает товарное расширение на существующем рынке. Третий вариант — предложение выпускаемых фирмой товаров на новых рынках. Четвертое направление - диверсификация и выход с новой продукцией на товарные рынки.

*Инвестиционные стратегии.* Для каждого товарного рынка существует несколько вариантов инвестирования средств. Фирма может поставить себе цель входа на рынок или роста, сохранения текущих позиций, сохранения существующего бизнеса, отказа от инвестиций или уход с рынка. Последний вариант становится актуальным в том случае, когда потенциальные покупатели становятся крайне невыгодными для фирмы или когда данная сфера бизнеса оказывается несовместимой с общим направлением ее деятельности.

*Стратегии функциональных областей.* Разработка бизнес-стратегии предполагает создание стратегий для конкретных функциональных областей, таких как сбыт, бренд-менеджмент, производство, финансы и кадры. Координация столь разнообразных стратегий, так чтобы они не противоречили и не конфликтовали друг с другом, является достаточно сложной задачей.

*Основы устойчивого конкурентного преимущества.* Условием долгосрочной эффективности стратегии является использование активов и компетенции (или синергизма), в основе

которых лежат уникальные комбинации различных видов бизнеса. В этой связи выбор конкретных активов, компетенции или областей синергизма для развития или поддержания устойчивого конкурентного преимущества становится одним из ключевых стратегических решений.

*Стратегическое позиционирование.* Стратегическое позиционирование определяет восприятие компании покупателями, а также сотрудниками и ее партнерами в сравнении с конкурентами и рынком в целом. Позиционирование, по определению Ф. Котлера — суть бизнес-стратегии.

В ходе внутреннего анализа сильных и слабых сторон необходимо не просто идентифицировать их, но и связать с существующими на рынке конкурентами. Стратегический рыночный менеджмент включает в себя три взаимосвязанных элемента. Первый из них—определение областей для капиталовложений или отказа от инвестиций. Наибольшую привлекательность для вложений капитала представляют области роста, такие как новые товарные рынки, программы по созданию новых сильных сторон или укреплению уже имеющихся. Вторым элементом—спецификация и внедрение функциональных стратегий, включая товарную политику, стратегий производства, выбор каналов распределения и т. д. Третий элемент стратегического рыночного управления состоит в создании активов и компетенции как основы устойчивого конкурентного преимущества (УКП) на товарных рынках фирмы.

Для принятия стратегических решений необходим большой объем информации из самых разных источников. И все же в основе любого стратегического решения лежат три типа оценок. Первая из них связана с сильными и слабыми сторонами организации. Вторая—с оценкой сил, слабостей и стратегий конкурентов. Ведь некоторые соперники могут нейтрализовать ее основные преимущества. Третья оценка характеризует конкурентную ситуацию, покупателей и их потребности, рынок и рыночную среду. Все вместе они показывают, насколько привлекательным является рынок при условии выбора определенной стратегии.

Цель компании состоит в том, чтобы создать такую стратегию, в которой использовались бы сильные стороны компании и слабости конкурентов, а также способную нейтрализовать слабые стороны фирмы и сильные — ее соперников. Идеалом видится конкуренция в здоровой, растущей отрасли со стратегией, в основе которой лежат не поддающиеся воспроизводству или нейтрализации соперниками преимущества.

В качестве иллюстрации этих стратегических принципов приведем решение компании General Electric о продаже своего подразделения по выпуску бытовых приборов. Данная категория товаров была частью исторического наследия компании. В сознании розничных торговцев и покупателей она ассоциировалась с именем компании так же прочно, как осветительное оборудование и крупная бытовая техника, две другие «исконные» товарные линии General Electric. Однако производство бытовых приборов не приносило ничего, кроме убытков. Виной тому был избыток производственных мощностей и сильная рыночная власть розничных торговцев. Кроме того, из соображений экономии компания была вынуждена поступиться качеством и надежностью изделий. В сфере бытовых приборов не были задействованы сильные стороны GE, такие как технологическое превосходство и финансовые ресурсы, поскольку любая новая разработка легко воспроизводилась конкурентами. Учитывая все это, компания пришла к выводу, что между производством бытовых приборов и другими ее видами бизнеса отсутствует стратегическое соответствие, и приняла решение о продаже подразделения другой фирме.

### **Страницы 116-117**

Выбор стратегических вариантов основывается на определенных принципах - критериях выбора. Их можно объединить в следующие группы:

- Разработка сценариев. Сценарии разрабатываются исходя из стратегических неопределенностей, а также возможностей и угроз среды. Так, например, стратегическая неопределенность «приведет ли совершенствование аккумуляторных батарей к созданию серийного электромобиля?» может быть положена в основу как оптимистического, так и пессимистического сценария. Кроме этого фактора стратегии автопроизводителей или поставщиков энергии зависят от введения жестких правил контроля над загрязнением природной среды. Стратегические варианты целесообразно рассматривать в контексте любого из вероятных сценариев.

- Необходимость устойчивого конкурентного преимущества. Наличие в стратегии устойчивого конкурентного преимущества -- один из лучших критериев ее пригодности. Если компания

не имеет или не может создать конкурентное преимущество, которое она будет сохранять за собой в течение длительного периода времени, она не имеет оснований рассчитывать на высокую долгосрочную прибыль. Получение фирмой устойчивого конкурентного преимущества предполагает, что бизнес-стратегия фирмы основывается на организационных активах и компетенциях, предполагает нейтрализацию ее слабых сторон.

Соответствие организационному видению и целям. Видение как представление о будущем состоянии и формулировка задач компании способствуют принятию правильных стратегических решений. Конечно, видение и цели могут изменяться в зависимости от обстоятельств. Однако обоснованное решение о необходимости коррекции стратегии или ее игнорирование, появление соблазнительной альтернативы - вещи принципиально разные.

- Осуществимость. Один из практических критериев пригодности стратегии - ее осуществимость. Организация должна располагать необходимыми для реализации стратегии ресурсами. Стратегия должна соответствовать ее внутренним характеристикам, таким как структура, системы, люди и культура.

- Взаимосвязь с другими стратегиями фирмы. Связь стратегии с другими бизнес-единицами может принимать вид:

- баланса ресурсов и использования денежных потоков. Одни бизнес-единицы компании должны зарабатывать деньги, а другие рассматриваются как перспективные объекты для инвестиций;

- увеличения степени гибкости. Как правило, наличие обязательств по увеличению основного капитала, долгосрочных контрактов и вертикальная интеграция фирмы обуславливают снижение уровня ее гибкости;

- использования синергизма. Фирма, игнорирующая потенциальный синергизм своих стратегических бизнес - единиц, упускает возможности для извлечения дополнительной прибыли.

### **Страницы 118-119**

Заключительным этапом стратегического рыночного управления является реализация принятой стратегии. На стадии внедрения стратегические варианты превращаются в операционный план.

*Пересмотр стратегии.* Одной из ключевых задач системы стратегического рыночного управления является определение момента, когда наступает необходимость в пересмотре и изменении стратегии. Для этого менеджмент обычно контролирует некоторое число ключевых показателей эффективности стратегии и состояния среды (объем продаж, доля рынка, маржа прибыли, прибыль и ROA). Оценка внешней среды — процесс более трудоемкий, требующий эффективной системы сбора и анализа информации. Центром такой системы должны быть выявленные ранее стратегические неопределенности или иные требующие постоянного внимания к себе аспекты, то есть оценка рисков.

Стратегические и операционные планы стали центром систематического цикла планирования, который является основой большинства формальных систем планирования. Попросту говоря, стратегический план устанавливает цели организации и пути (стратегии), с помощью которых организация собирается этих целей достигнуть. Операционный план — это план определенной части организации, например, подразделения или дочерней компании.

Процесс планирования —непрерывный процесс, его цель заключается в ежегодном формальном пересмотре и продлении плана. В рамках процесса должны быть обеспечены возможности формального пересмотра плана, а также распространение и официальное обсуждение стратегических директив, позволяющих операционным подразделениям организации составлять свои планы.

Заключительное звено, завершающее весь процесс, основано на других системах организации: например, контроле бюджета, экономическом анализе намечаемых капиталовложений, оценке капитальных затрат и затрат по проекту, индивидуальной оценке и повышении квалификации руководящих кадров.

На первом этапе головной офис и команды высших менеджеров подразделений вовлекаются в обсуждение стратегии. На этом

этапе не вырабатываются детализированные планы, хотя это не означает, что не делается абсолютно ничего, чтобы продумать содержание конкретного образа действия. В конце этого этапа должно создаться некое общее соглашение о том, в каком направлении двигаются все подразделения организации и каким образом они пытаются достигнуть этих целей. Теперь можно переходить ко второму этапу. Здесь выполняется вся работа, необходимая для создания долгосрочного плана с осознанием того, что единственное препятствие для рассматриваемых стратегий может возникнуть лишь в случае, если более детальный анализ выявит их несостоятельность.

Заключительный этап включает в себя промежуточный шаг, детализированную оценку капитальных затрат, последнюю проверку на разумность проекта и прибылей, ожидаемых от каждого вида затрат. По большей части здесь рассматривается использование бюджета и других видов ежегодного плана для внедрения стратегии и обеспечения совместимости краткосрочных действий с общей стратегией.

### **Страницы 152-153**

#### **Глава 5**

### **СОЗДАНИЕ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ХОЛДИНГОВЫХ КОМПАНИЙ**

#### **5.1. Основные понятия**

Одной из наиболее примечательных черт современных форм организации бизнеса является создание и функционирование групп компаний, имеющих определенную внутреннюю структуру.

С одной стороны, требованием времени становится оперативная активность, связанная с рынком (маркетинговая политика, стратегия и т. д.), с финансовой самостоятельностью, с другой - все же требуется единый центр общего руководства. Мировой опыт подсказывает, что такой структурой может быть холдинг.

В настоящее время холдинги функционируют на Западе практически во всех важнейших отраслях хозяйства: в банковском деле, финансовой сфере, торговле, промышленности, на транспорте и др. Это не случайно, ибо практикой доказано, что холдинговая форма организации финансового капитала наиболее жизнеспособна, подвижна и эффективна.

Холдинг представляет собой особый вид компании, которая создается для владения контрольными пакетами акций других компаний в целях контроля и управления их деятельностью. Классическая холдинговая компания, как правило, состоит из головной (материнской), дочерних и внучатых фирм. Дочерние компании обладают статусом самостоятельного юридического лица и организованы по типу обществ с ограниченной ответственностью, т. е. в случае банкротства или неплатежеспособности они отвечают по своим обязательствам только имуществом своей компании. Нередко дочерние компании являются держателями контрольных пакетов акций подчиненных им внучатых подразделений.

В соответствии с законом дочерним АО является общество, в котором приобретено более 50% акций. Его взаимоотношения с материнской фирмой строятся на основе специальных положений устава, а также действующего нормативного регулирования. Дочернее АО является самостоятельной фирмой, имеющей устав, расчетный и текущий счета и другие атрибуты юридического лица.

Для контроля над дочерним АО, который дает формальное право интегрировать в общую систему фирменного управления, участие холдинговой компании в капитале общества может быть значительно менее 100%. Полный контроль имеет место при владении пакетом акций в 75%. Владение таким пакетом дает право контролировать решение вопросов, требующих не простого, а квалифицированного большинства.

Холдинговые компании могут быть созданы:

- при преобразовании крупных предприятий с выделением из их состава подразделений в качестве юридически самостоятельных (дочерних) предприятий;
- при объединении пакетов акций юридически самостоятельных предприятий;
- при учреждении новых АО.

При формировании холдингов принципиальное значение имеет вопрос о разграничении функций между головной и дочерними компаниями.

Холдинговая компания обычно выполняет следующие функции:

- определяет стратегическое развитие группы в целом и ее отдельных компаний;

- контролирует финансовые результаты работы подчиненных дочерних компаний и всей группы в целом, составляет консолидированный баланс группы компаний;
- централизует капиталовложения и направляет их на наиболее перспективные и прибыльные направления бизнеса;
- подбирает и расставляет руководящие кадры группы.
- осуществляет координационные и коммуникационные связи между участниками холдинга;
- осуществляет аудиторскую деятельность;

Стратегическое руководство осуществляется материнской компанией посредством выработки рекомендаций, распоряжений и директив, участия в наблюдательном совете дочерних обществ.

Тактические вопросы деятельности компании решают дочерние общества, имеющие определенную самостоятельность в принятии решений, касающихся их оперативной деятельности.

### **Страницы 154-155**

В процессе деятельности холдингового предприятия возможно увеличение его размеров путем слияний и поглощений. Поглощением признается приобретение одним предприятием контрольного пакета акций другого. Поглощающая компания при этом признается холдинговой, а поглощаемая - ее дочерним предприятием. Поглощения и слияния однопрофильных компаний не допускаются (так как создаются монопольные структуры).

При приобретении одной компании другой покупатель выпускает привилегированные акции на сумму стоимости поглощаемой компании, которая передается ее владельцам. Для поглощения различных компаний могут производиться несколько выпусков привилегированных акций.

Для приобретения компании, капитал которой распылен среди многих акционеров, требуется более сложная процедура. В частности, может быть выпущена новая партия обыкновенных акций, которые затем в определенной пропорции обмениваются на акции приобретаемой компании. Однако для этого требуется сложный переговорный процесс, так как необходимо обменять все акции компании. Такой процесс называется stock-swapping. При слиянии компаний образуется новая компания и соответственно старые акции заменяются на новые.

Холдинговые компании представляют собой важное звено так называемой системы участия, при помощи которой финансисты подчиняют себе формально независимые компании, располагающие капиталами, во много раз превосходящими их собственный. Внешне деятельность холдингов заключается только в управлении пакетом акций и сборе дивидендов и доходов от биржевых операций. В действительности же холдинги, захватывая контрольный пакет акций какой-либо компании, получают возможность назначить своих людей в правление, совет директоров и другие органы подконтрольной компании.

Некоторые специалисты-менеджеры видят задачу холдинга в управлении активами путем скупки, продажи прибыльных (неприбыльных) предприятий. Иногда в ходе подобной стратегии объединяются под единой крышей абсолютно технологически не связанные производства. Диверсифицированный портфель в этом случае представляет собой группа подразделений, принадлежащих одному владельцу, но не связанных между собой технологическими связями. Синергетический портфель, наоборот, представляет собой группу предприятий, принадлежащих одному владельцу и стратегически связанных друг с другом.

Налогообложение холдингового предприятия складывается из налогов материнской компании и ее дочерних фирм. Для холдинговых структур большое значение имеет налогообложение доходов, переведенных от дочерних фирм. В состав доходов материнского предприятия включаются доходы, получаемые от долевого участия в деятельности других предприятий, от сдачи имущества в аренду, доходы (дивиденды, проценты) по акциям, облигациям и другим ценным бумагам, принадлежащим предприятию.

В результате стремления улучшить свои финансовые результаты путем снижения налогов холдинговые компании создают офшорные компании, зарегистрированные в странах с благоприятным налоговым режимом. При этом такие компании часто существуют только на бумаге.

Основными преимуществами функционирования холдинговых структур являются:

- возможность создания замкнутых технологических цепочек от добычи сырья до выпуска готовой продукции и доведения ее до потребителя;
- более гибкое реагирование на колебания конъюнктуры;
- экономия на торговых, маркетинговых и прочих услугах;
- использование преимуществ диверсификации производства;
- единая налоговая и финансово-кредитная политика;
- возможности варьировать финансовыми и инвестиционными ресурсами;
- облегчение фискального бремени.

## **5.2. Типы холдинговых компаний**

По структуре контрольного пакета различают три вида холдинговых компаний: портфельный холдинг (только владеет контрольным пакетом других предприятий), инвестиционный холдинг (владеет и управляет портфелем акций других предприятий), портфельно-инвестиционный холдинг (представляет собой сочетание первого и второго видов).

### **Страницы 156-157**

Портфельный холдинг не проводит каких-либо мероприятий по управлению портфелем ценных бумаг предприятий, входящих в холдинговую компанию. Инвестиционный холдинг расширяет свою деятельность внедрением различного рода действий по управлению портфелем ценных бумаг предприятий холдинга, он может осуществлять инвестиционную деятельность, в том числе продавать и покупать любые ценные бумаги, включая акции,

По характеру деятельности холдинговые компании могут подразделяться на так называемые чистые холдинги, т. е. компании, занимающиеся исключительно контрольно-управленческой деятельностью, и смешанные холдинги, в ведении которых помимо функций контроля и управления находятся также вопросы ведения предпринимательской деятельности.

Создание холдинговых компаний путем передачи им части акций других компаний в обмен на акции холдинга означает делегирование полномочий на управление от производственных единиц специально выделяемым для этого организационным структурам в целях совершенствования механизма управления, ускорения процессов принятия решений и придания процессу производства большего динамизма.

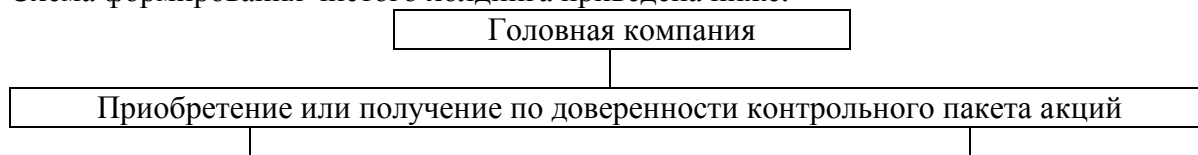
В современных условиях крупные предприятия в основном конгломератного типа могут создавать и так называемые промежуточные холдинги. Это отдельные общества или подразделения в структуре компании, выполняющие определенные задачи, например патентный и лицензионный холдинг, холдинг по оказанию услуг, холдинг, занимающийся инвестиционной деятельностью и т. д. Подобные промежуточные холдинги призваны сосредоточить усилия, средства, интеллектуальный потенциал на строго ограниченных, конкретных задачах для максимально эффективного использования этих факторов в интересах самого предприятия.

Холдинговые компании создаются в основном для владения контрольными пакетами акций предприятий и фирм. Они осуществляют все функции, связанные с управлением и распоряжением акционированным имуществом и финансовыми активами. Основными целями создания подобных холдингов являются:

- возможность оперативного маневра капиталовложениями;
- облегчение фискального бремени (перераспределение сверх-прибыли, перевод во вложения, не облагаемые налогом или облагаемые пониженным налогом, в другие предприятия, входящие в холдинг);
- диверсификация;
- сбалансированная деятельность на основе общих целей; сохранение оперативного руководства и хозяйственной самостоятельности на уровне предприятия;
- возможность получения поддержки в сложные периоды деятельности предприятия.

### **Страницы 158-159**

Схема формирования чистого холдинга приведена ниже.

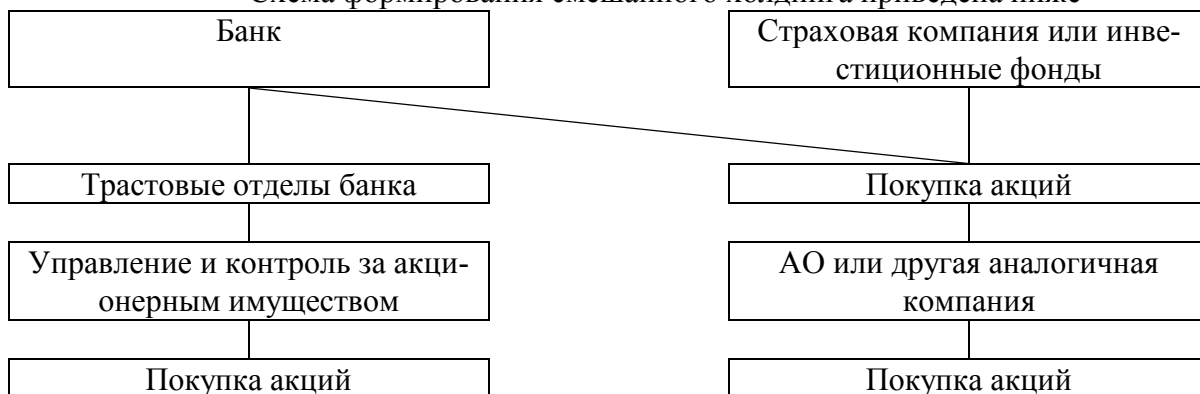




И так далее

Для смешанного холдинга характерно участие банковских учреждений в управлении вверенной им собственности и использование страховых, инвестиционных компаний или инновационных фондов.

Схема формирования смешанного холдинга приведена ниже



И так далее

Существенным преимуществом такого холдинга является возможность оперативного маневрирования кредитно-финансовыми ресурсами.

Частным случаем формирования смешанного холдинга является приобретение торговыми или промышленными предприятиями контрольных пакетов акций кредитно-финансовых учреждений.

Целями создания такого холдинга являются:

- обеспечение подконтрольными финансовыми ресурсами;
- получение свободного доступа к денежным активам;
- возможность маневрирования крупными кредитами. Для решения задач, связанных с деятельностью регионов

или приоритетных отраслей, могут создаваться холдинги с участием государства и муниципальных органов. Подобные холдинги создаются с целью:

- структурной перестройки экономики региона;
- поддержки и развития перспективных отраслей;
- компенсации низкой рентабельности одних предприятий за счет других (банкротство отдельных предприятий не угрожает экономической структуре в целом).

Схема формирования холдинга с участием государства приведена ниже.







И так далее

Одним из видов холдинга является вариант, при котором происходит обмен акциями между материнской и дочерними компаниями. При этом через владение акциями возникает эффект взаимовлияния, направляющий деятельность каждой из компаний на обеспечение эффективности деятельности-

### **Страницы 160--161**

ности всех участников холдинга. Это в конечном счете положительно отражается на достижении конкретной компанией частного результата.

Более тесная взаимосвязь между материнской и дочерней компаниями при таком варианте формирования холдинга усиливает преимущества чистого и смешанного холдингов.

### **5.3. Управление холдинговым предприятием**

Высшим органом управления холдинговым объединением, которое зарегистрировано в качестве акционерного общества, является общее собрание акционеров материнского холдинга. Формируемые им административные органы управляют как его собственной деятельностью, так и дочерними фирмами и предприятиями. На высшем уровне управления холдинговой фирмы определяются ключевые вопросы ее деятельности - инвестиционная стратегия, технологическая политика, перспективные проекты и пр. Дочерние фирмы обладают достаточным уровнем самостоятельности для выполнения поставленных перед ними задач.

Управление холдингом распадается на два направления: управление отраслями и управление функциями. Под отраслью понимается совокупность дочерних фирм и филиалов данного профиля. По линии отраслевого управления осуществляется координация производственно-сбытового цикла каждой категории товаров и услуг. По линии функциональных служб проводится координация отдельных аспектов деятельности фирмы - планирования, финансирования, исследования рынка, сбыта и т. д. Координация действий дочерних фирм обеспечивается функциональными и отраслевыми службами, входящими в состав исполнительных органов материнского и дочерних предприятий.

Рассмотрим подробнее взаимоотношения по линии «холдинговая компания - дочерняя фирма».

В соответствии с современными управленческими доктринами непосредственное руководство не должно вмешиваться в текущую деятельность подчиненных ему дочерних фирм и служб, проводимую сотрудниками в рамках поставленной задачи и своих должностных обязанностей.

Головное предприятие управляет деятельностью дочерних фирм через своих представителей в органах управления и, прежде всего, в совете директоров. В целях реализации общефирменной стратегии желательно, чтобы генеральный директор представлял интересы главного акционера. Материнское предприятие должно контролировать также большинство голосов в совете директоров.

Управление и контроль со стороны материнского предприятия могут осуществляться и на уровне исполнительных структур (правления) на основании устава или внутреннего регламента холдинговой компании. Это обычно возможно при полном контроле над дочерней фирмой со стороны материнского предприятия. По вопросам, определенным внутренним регламентом фирмы, правление дочернего общества подчиняется непосредственно вышестоящим органам холдингового объединения. В случае если участие в дочернем АО превышает 50%, взаимоотношения между ним и материнским обществом должны быть официально определены в уставных документах. Для создания такой фирмы требуется решение общего собрания акционеров.

### **Страницы 162-163**

Важным структурным элементом холдингового предприятия является объединение дочерних структур по отраслевому, технологическому или территориальному признаку.

С организационной точки зрения отраслевое направление может возглавлять дочерняя фирма - промежуточный холдинг или производственная компания, которая является одновременно отраслевым центром. В зависимости от степени децентрализации управления руководителями отрасли в рамках всего хозяйственного объединения являются директора крупнейших дочерних

фирм или сотрудники центрального аппарата. В последнем случае в подчинении руководителя отраслевого направления находятся все дочерние фирмы данного профиля.

Генеральный директор или председатель совета директоров дочерней фирмы может находиться в подчинении у руководителя отраслевой и функциональной служб материнской фирмы одновременно. Руководители функциональных служб дочернего предприятия также могут находиться в двойном подчинении - по линии отрасли и по линии функционального органа управления материнской компании.

На практике, однако, отраслевая служба в лице исполнительного директора дочерней фирмы обычно имеет приоритет. Права и компетенция различных уровней управления должны быть тщательно проработаны и закреплены в соответствующем документе - внутреннем регламенте холдингового предприятия.

Одной из основных проблем, которую необходимо решить менеджерам холдинговой фирмы, является определение меры хозяйственной самостоятельности ее дочерних предприятий. Эта мера зависит от концепции коммерческой деятельности холдинга и от тактики достижения рыночных целей. Каждое дочернее предприятие играет строго определенную роль, и его статус обычно определяется внутренним регламентом материнской компании. Устав дочерней фирмы должен соответствовать определенным требованиям, в частности обеспечивать ее управляемость вышестоящими органами компании.

Мировая практика свидетельствует, что соотношение уровня централизации и децентрализации фирменных структур не является постоянным. Оно зависит от многих факторов, например от фазы делового цикла и отраслевой принадлежности предприятия. Для России в настоящее время характерен высокий уровень централизации активов, что всегда имеет место в период высокой инфляции.

При построении организационной структуры следует исходить из того, что службы и подразделения фирмы неизбежно вступают между собой в своеобразную конкуренцию за обладание ресурсами и фондами. Они стремятся расширить свое административное влияние. В результате «работы на себя» появляется разобщенность, происходит потеря общей цели. Все существующие управленческие доктрины стремятся уменьшить эти негативные эффекты.

Искусство менеджера заключается в том, чтобы создать систему управления, в наибольшей степени отвечающую условиям деятельности данной конкретной фирмы.

Важнейшим элементом управления является внутрифирменное планирование. Основным инструментом планирования в рамках децентрализованной структуры управления является планирование прибыли. Оно производится в разбивке по отраслям, по крупнейшим дочерним фирмам, по срокам. С планированием прибыли тесно связаны планы капиталовложений за счет централизованных и консолидированных ресурсов предприятий.

Функционирование холдинговой компании обычно требует построения централизованной (командной) системы управления. Вместе с тем все более широкое применение находят децентрализованные системы управления, ориентированные на поощрение инициативы средних и низших уровней управления дочерних фирм.

Инструментом «мягкой» централизации управления холдинговым объединением является внутрифирменный контракт. В отличие от традиционных договоров поставки или подряда контракт, заключаемый между ассоциированными производителями, предполагает согласование механизма ценообразования и регулирование издержек. Контракты такого рода заключаются как в рамках целевых общефирменных программ, так и при оформлении долгосрочных кооперационных связей.

Ценообразование в рамках внутрифирменной контрактной системы основывается на двух базовых моделях цены контракта: модели контракта «фиксированных цен» и моде-

### **Страницы 164-165**

ли контракта «издержки плюс вознаграждение». Модель «фиксированных цен» предпочтительнее для производства массовых, технически освоенных промышленных изделий, составляющих 4/5 номенклатуры. Модель «издержки плюс вознаграждение» применяется при производстве технически сложной продукции и научно-исследовательских подрядах. Промежуточную группу составляют так называемые контракты со встроенным механизмом материального поощрения.

## **5.4. Опыт формирования холдинговых компаний в России**

### **5.4.1. Государственные холдинги:**

#### **теоретический аспект**

Создание холдинговых компаний обычно продиктовано стремлением к оптимизации управления и финансирования юридических лиц. Основные преимущества холдинговых компаний хорошо известны:

- автономия и децентрализация управления в дочерних компаниях;
- создание условий для вертикальной и горизонтальной интеграции предприятий;
- объединение рисков дочерних компаний в рамках холдинга, имеющего диверсифицированную структуру, в результате чего снижается цена капитала;
- возможность достижения экономии от масштаба при использовании квалифицированных управленческих кадров (руководителей высшего звена), а также осуществлении определенных видов деятельности, например, экспорта и т.д.

В государственном секторе холдинговые компании могут создаваться для решения целого ряда других задач, в частности, таких, как:

- сокращение числа объектов управления. В этом случае холдинги призваны содействовать установлению контроля над государственными предприятиями, поскольку министерства и ведомства, как правило, не способны прямо контролировать большое число фирм с государственным участием в силу ограниченной численности работающих в них чиновников;
- повышение самостоятельности менеджеров государственных предприятий и их большей защищенности от вмешательства со стороны сотрудников министерств и ведомств, преследующих, как правило, разные, порой взаимоисключающие цели, что является одной из причин неэффективности государственных предприятий. Государственные холдинговые компании могут стать своеобразным буфером между различными подразделениями правительства, с одной стороны, и предприятиями и компаниями смешанной формы собственности, с другой;
- совершенствование кадровой политики. Холдинги обычно назначают на руководящие посты дочерних предприятий менеджеров-профессионалов, более квалифицированных, чем государственные чиновники, на которых в противном случае была бы возложена обязанность участия в управлении предприятиями;
- улучшение мониторинга деятельности дочерних предприятий. В рамках холдинговой компании появляется возможность решить проблему стимулирования лиц, на которых возлагается мониторинг. Возможности стимулирования чиновников, представляющих интересы государства в органах управления предприятий, ограничены законодательством;
- реструктуризация убыточных предприятий, которые не могут быть как приватизированы из-за финансовой непривлекательности, так и закрыты по причинам социального характера.

Функционирование государственных холдинговых компаний связано и с рядом проблем.

1. Создание государственных холдингов приводит к появлению еще одного уровня бюрократии, разделяющей собственников (общество) и менеджеров предприятий. В этом случае добавляется звено в и без того длинную «цепочку» агентских отношений по линии общество - менеджер с вытекающими отсюда проблемами оппортунистического поведения и дополнительного мониторинга.

2. Независимо от того, находятся ли холдинги в собственности государства или нет, они представляют собой довольно «слабую» организационную форму. Руководство холдинговой компании часто не в состоянии заметно влиять на формирование стратегии дочерних предприятий или играть активную роль в мониторинге. Проблема усугубляется, если

#### **Страницы 166-167**

холдинговая компания не обладает контрольным пакетом акций дочерних предприятий.

3. Отсутствуют гарантии того, что при назначении менеджеров как самой холдинговой компании, так и ее дочерних предприятий в первую очередь будут учитываться не политические соображения, а квалификация и опыт управления кандидатов.

Как видим, потенциальные недостатки холдингов не менее существенны, чем их преимущества. В частности, едва ли можно однозначно ответить на вопрос, способны ли государственные холдинги усилить контроль над предприятиями и обеспечить высокое качество управления, что

особенно актуально для России. Отсюда следует, что, используя только теоретические аргументы, трудно обосновать эффективность государственных холдингов как инструмента управления предприятиями с государственным участием.

#### **5.4.2. Государственные холдинги за рубежом**

Государственные холдинговые компании получили распространение в Западной Европе после второй мировой войны, причем не только в странах, характеризующихся значительной долей государственного сектора в производстве, как Италия и Австрия, но и в таких странах, как Швеция и Великобритания, в экономике которых удельный вес государственных предприятий намного меньше. Государственные холдинговые компании играли заметную роль и в развивающихся странах (Египет, Алжир, Пакистан и др.). Пик распространения холдингов пришелся на 70-е - начало 80-х годов, однако начиная со второй половины 80-х годов их значение в экономиках зарубежных стран постоянно уменьшается, главным образом вследствие приватизации государственных предприятий [29].

В большинстве случаев при формировании государственных холдинговых компаний преследовались следующие цели. В одних странах они создавались для реструктуризации и оздоровления предприятий. Наиболее яркими примерами этого в Европе служат Италия (государственная холдинговая компания IRI) и Швеция (холдинг Statsforetag AB). В других - главной их задачей было управление государственными предприятиями и компаниями смешанной формы собственности (австрийский холдинг OIAG, британский National Enterprise Board.). Подобные холдинги создавались, как правило, после проведения масштабной национализации частных компаний.

Что касается оценки результатов деятельности холдинговых компаний за рубежом и их эффективности как механизма управления госсектором, то по этому вопросу среди экономистов нет единого мнения. Большинство зарубежных специалистов склоняются к тому, что недостатки холдинговых компаний перевешивают их потенциальные преимущества. В данном отношении показателен пример Италии. В послевоенный период здесь была создана стройная система управления государственными и смешанными предприятиями, во главе которых стояло Министерство государственного имущества, а уровнем ниже располагались государственные холдинговые компании (IRI, EFIM, EGAM и др.), контролировавшие производственные компании либо непосредственно, либо через отраслевые субхолдинги (Finsider, Fincantieri, Finmeccanica и др.). В 70-е годы государственный сектор Италии стал приходить в упадок не в последнюю очередь из-за того, что государственные холдинги и контролируемые государством предприятия превратились в объект борьбы между различными политическими партиями, входившими в постоянно менявшиеся коалиционные правительства. В результате в основу экономической политики Италии в 90-е годы были положены идеи приватизации.

В то же время в ряде работ приводятся свидетельства того, что холдинговые компании могут играть позитивную роль в управлении госсектором [29]. Наиболее эффективны они тогда, когда поставленные перед ними цели четко определены и ограничены во времени, что характерно для периодов реструктуризации и приватизации.

Проведенный нами анализ эффективности производственной деятельности российских компаний с различными формами участия государства в управлении показал, что компании, государственный пакет акций которых передан в холдинг, характеризуются более высокой совокупной производительностью факторов, чем предприятия, где используются иные механизмы участия государства в управлении. В то же время нельзя утверждать, что результаты деятельности предприятий, в списке акционеров которых числится кон-

#### **Страницы 168-169**

тролируемый государством холдинг, превосходят результаты деятельности частных компаний. Главный вывод можно сформулировать следующим образом: если по каким-либо причинам необходимо сохранение предприятий в государственной собственности, то управление ими через государственный холдинг предпочтительнее прямого правительственного контроля.

#### **5.4.3. Холдинговые компании в России**

В России холдинговые компании как новые организационные структуры управления промышленностью, с одной стороны, могут возникать там, где будут складываться условия для объединения и слияния отдельных акционерных обществ в целях осуществления общих стратегиче-

ских задач, а с другой стороны, холдинги могут стать новой организационной структурой управления в уже сформировавшихся сферах как альтернатива отраслевым структурам управления.

В зависимости от экономической целесообразности холдинги могут объединять под своим контролем как промышленные и торговые предприятия, так и финансовые институты {банки, инвестиционные фонды и др.) по существу в качестве ФПГ.

Для России возможен вариант, при котором роль холдинговых компаний возьмут на себя крупные банки или иные финансовые институты, объединяющие под своим началом промышленные, торговые, финансовые, инвестиционные, страховые компании и осуществляющие контрольно-управленческие функции с помощью финансово-кредитных рычагов. Такие финансовые холдинговые компании, владея контрольными пакетами акций промышленных предприятий, могут попытаться посредством соответствующей кредитной и финансовой политики оказать содействие структурной перестройке экономики, приватизации крупных предприятий, демонополизации производства, реализации региональных программ.

Важнейшей проблемой переходной экономики становится определение роли государства. В России значительную роль в экономике переходного периода могут сыграть государственные холдинги. Государственные холдинги могут обеспечить выполнение разнообразных задач, которые ставятся государством в соответствии с национальными интересами (содействие реорганизации промышленности, модернизация производства, технологические нововведения, завоевание рынков и т. п.).

По мере формирования государственных холдингов в разряд центральных может выдвигаться вопрос об инвестиционной политике. При этом принципиально важно разграничить, какие вопросы инвестиционных программ будут решаться на местах оперативными хозяйствующими субъектами, а какие - находиться в ведении головных компаний, причем управление инвестициями со стороны холдингов может различаться для отраслевых видов деятельности и регионов.

В России государственные холдинги могут, с одной стороны, способствовать восстановлению национальной промышленности в соответствии с поставленными государством задачами и целями, а с другой - поддерживать становление многообразия форм собственности, поскольку они предполагают вхождение в холдинг и чисто государственных структур и негосударственных предприятий.

Так, разрабатывая концепцию приватизации военно-промышленного комплекса (ВПК), АО НИИ экономики предложило два варианта создания на базе существующих предприятий и производственных объединений крупных холдинговых компаний, обеспечивающих весь жизненный цикл наукоемкой продукции. При этом первый вариант предполагает, что все объединяемые предприятия имеют одного собственника - государство. В ВПК такие структуры можно сформировать на базе казенных заводов. Второй вариант связан с объединением ресурсов на базе предприятий ВПК и смежных отраслей и с созданием ФПГ, в которые входили бы все предприятия технологической цепочки - от поставщиков сырья и комплектующих до производителей и сбытовиков.

Современная российская экономическая практика свидетельствует о том, что процесс образования холдинговых компаний идет двумя непересекающимися путями. С одной стороны, продолжается вязкая борьба между Госкомимуществом и возникшими на базе бывших советских министерств отраслевыми ведомствами и объединениями предприятий, которые стремятся стать холдингами. С другой стороны, формируются холдинговые компании «снизу» новыми предпринимателями и частью бывших государственных предприятий, прошедших этап акционирования.

Как свидетельствует российская практика, нельзя напря-

### **Страницы 170-171**

мую переносить в наши условия западные понятия. Ведь холдинг, концерн, синдикат и пр. в российской экономике ориентированы на определенные правила переходного периода. Поэтому еще только предстоит выработать организационно-правовые формы, которые были бы эффективны в этих условиях. Понятно, что здесь из западного опыта может быть заимствовано только название.

Мысль о том, что для российского рынка классическая холдинговая модель управления является преждевременной, и раньше высказывалась некоторыми руководителями. Сейчас ситуация приобрела глобальный характер; приходится говорить о выживании самих холдингов. И дело не в

том, что сильные дочерние и внучатые предприятия стали чаще уходить от материнских компаний. Дальновидных руководителей беспокоит общая неэффективность подобных крупных структур.

В то время как на Западе преобладают структуры, диверсифицированные вокруг производства продукта или вокруг его производства и реализации, в России наиболее распространен самый трудноуправляемый тип диверсифицированного бизнеса. В большинстве российских холдингов объединяются направления, не связанные или мало связанные между собой технологически, а каждое из них, в свою очередь, стремится обрести своей инфраструктурой. В итоге центробежные тенденции в таком холдинге резко усиливаются.

При этом выбор направлений диверсификации диктует нестабильная макроэкономическая ситуация. При отсутствии альтернатив финансовые ресурсы вкладываются в те виды деятельности, которые представляются целесообразными лишь в краткосрочной перспективе. В итоге сейчас происходят активные процессы сжатия холдингов за счет продажи, закрытия, слияния части малых и средних предприятий и создания структур, способных оказывать комплексные услуги на рынке, а также отсечение предприятий, которые не соответствуют требованиям эффективности.

Специфические проблемы создания холдингов на базе уже существующих российских предприятий со многим связаны с особенностями их структуры. Преимущественно технологическая организация производства не позволяет «с ходу» создать эффективный холдинг с вычленением предметно-ориентированных дочерних предприятий.

Типичен в этой связи пример АО «Приморремрыбфлот». Основной профиль работ данного предприятия связан с ремонтом рыболовецких судов. После приватизации администрация предприятия провела "Внутреннее акционирование" («холдингизацию производства»), т. е., по существу, разделило предприятия на отдельные звенья. В результате этого преобразования большинство цехов предприятия превратилось в дочерние компании. В результате структура управления предприятием в целом оказалась разрушенной. Дошло до того, что предприятие не смогло в срок подготовить годовой баланс, поскольку руководство дочерних предприятий попросту отказалось предоставить свою бухгалтерскую документацию ревизионной комиссии «Приморремрыбфлота». Руководство головной компании потеряло и финансовый контроль над деятельностью дочерних компаний и арендных подразделений. Договоры, выполняемые различными подразделениями, обычно не обеспечивали прибыль предприятию в целом, так как были заключены с учетом лишь интересов дочерних и арендных предприятий.

Проблемы вычленения в составе холдинга отдельных конкурентоспособных звеньев отчетливо видны на примере одного из российских станкостроительных предприятий. В ходе структурной перестройки это станкостроительное объединение превратилось в холдинговую компанию. Однако многое в ней осталось по-старому; кооперационные связи, основанные на жесткой специализации, единая система энергоснабжения (одна на все четыре площадки). Это не позволяет определить реальную себестоимость продукции для каждого производства. Кроме того, ни одна площадка не в состоянии существовать автономно, а головное предприятие без любой из них не может делать станки.

Возникла проблема - как повысить эффективность холдинга и отсеять неэффективные производства? Объединение спасается от перспективы полного организационного распада в значительной степени благодаря централизации управления финансами в руках генерального директора. После образования холдинга головная организация взяла на себя по договорам с дочерними предприятиями по обеспечению энергоносителями, комплектующими и всем остальным. Однако по-прежнему торжествует котловый принцип учета, когда все

### **Страницы 172-773**

затраты считаются вместе, а результат распределяется между действующими лицами в соответствии с принятыми критериями справедливости. В результате получился холдинг, который слабо приспособлен для работы в новых условиях.

Для реструктуризации такого холдинга, во-первых, надо так построить дочерние предприятия, чтобы они действительно смогли продавать свою продукцию и иметь свой рынок сбыта. Во-вторых, надо разделить энергопотребление, представляющее одну из важных статей затрат. И, наконец, надо коренным образом изменить ориентацию производства -изготавливать не то, что де-

лалось десятилетиями, а то, что может быть куплено сейчас. При этом ввести новую систему учета себестоимости, так чтобы не было списания всех затрат на один продукт.

Другой проблемой создания холдингов на базе действующих предприятий является создание адекватной системы управления. Типичная ошибка в этом плане - попытки перенести систему управления одним предприятием на холдинг. Положение усугубляется стремлением в рамках холдинга уйти от централизации управления при отсутствии общей стратегии деятельности. Это обычно ведет к развалу всего холдинга.

Поэтому важно искусственно не форсировать создание холдинга при преобразовании существующих предприятий, а постепенно формировать предпосылки (в том числе и организационно-управленческие) для подобных действий. В плане иллюстрации возможной последовательности и продолжительности подобных подготовительных мероприятий поучителен опыт холдинговой компании «Ленинец» (Санкт-Петербург).

Начиная с января 1986 г. по собственной инициативе и при поддержке правительства «Ленинец» перешел на двух-звенную систему управления, вышел из состава главка - в прошлом Министерства радиопромышленности. Это позволило научиться работать в иных условиях. В первую очередь удалось подготовить кадры руководителей, которые получили право работать не только на уровне своего отраслевого министерства, но и с государственными структурами, определявшими в тот момент перспективы развития отрасли, в том числе «Ленинца».

Этот опыт помог начать в 1989 г. преобразование Центрального научно-производственного объединения, которое было создано по жесткой централизованной схеме управления. Уже тогда входящим в состав «Ленинца» заводам и СКВ была предоставлена самостоятельность, но без образования юридических лиц. С 1990 г. при поддержке правительства на базе этих самостоятельных предприятий был создан концерн. В 1993 г. компании «Ленинец» была предоставлена возможность в экспериментальном порядке провести акционирование и создать холдинговую компанию. Однако смена вывески сама по себе ничего не дала. Для работы в новых условиях пришлось перестроить организационную структуру и изменить систему управления.

В настоящее время холдинговая компания «Ленинец» представляет собой фирму, в состав которой входят 42 дочерних акционерных общества. В каждом из них контрольный пакет акций принадлежит холдингу. Это позволяет холдинговой компании управлять финансовыми методами развитием дочерних предприятий и проводить единую техническую политику, основанную на наиболее полном использовании имеющегося потенциала. Предприятия, входящие в состав холдинга, распределены по продуктовым направлениям и включены в стратегические хозяйственные центры. Положительные результаты приносит система планирования, основанная на прогнозировании и изучении рынков, партнеров, конкурентов, перспектив развития техники.

В любом случае создание холдингов в российских условиях требует творческого подхода с учетом специфики конкретных предприятий.

## **Страницы 174-175**

### **Глава 6**

## **ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЕ ГРУППЫ**

### **6.1. Понятие ФПГ**

Финансово-промышленные группы, охватывающие промышленные предприятия, исследовательские организации, торговые фирмы, банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды, являются своеобразным каркасом экономики ведущих индустриальных стран и мирового хозяйства в целом. Интеграция промышленного и банковского капиталов стала заметным явлением уже с начала XX в. Преобладающими в интеграции были концерны и семейные группы. Поиск эффективных форм межфирменных отношений, которые занимали бы промежуточное положение между чисто рыночными связями и внутрифирменной организацией, продолжается и сегодня. Это диктуется стремлением обеспечить наивысшую экономическую эффективность при сочетании преимуществ концентрации материальных и нематериальных ресурсов с достоинствами децентрализации управления и ответственности.

Сегодня структура и характер групп в отдельных странах обнаруживает как схожие черты (чему способствует, например, деятельность транснациональных компаний), так и заметные различия. В значительной степени эти различия обусловлены конкретными историческими обстоя-

тельствами, в , том числе спецификой законодательного регулирования роли финансовых организаций в вопросах корпоративной собственности и управления. К странам, в которых поиски эффективных путей объединения предприятий развернулись по широкому ряду направлений, относятся Германия и Япония. Экономика этих стран демонстрирует многообразие организационно-хозяйственных межкорпоративных объединений. Среди них есть как традиционные концерны во главе с крупной промышленной корпорацией, так и универсальные межотраслевые группы, сформировавшиеся вокруг банков.

На основании мирового опыта выделяется несколько общих закономерностей, характерных для ФПГ. Это прежде всего:

- широкое развитие трастовых отношений внутри группы;
- целенаправленная концентрация собственности, в том числе через перекрестное владение акциями;
- долгосрочные перспективы инвестиций и собственности на базе высокого уровня экспертизы проектов;
- высокая степень управленческой автономии и межфирменной конкуренции членов группы при реализации проектов внутри группы;
- селективное вмешательство главных акционеров (как правило, при появлении крупных проблем);
- совместная организация маркетинга продукции в условиях жесткого соперничества вертикально интегрированных групп.

Получивший широкое распространение в сегодняшней России термин «финансово-промышленная группа» (ФПГ) может употребляться в двух взаимосвязанных, однако не вполне совпадающих значениях. В широком смысле им обозначаются любые формы относительно устойчивого сотрудничества и взаимопроникновения промышленного и финансового капитала. В более узком смысле под ФПГ понимается такая форма интеграции промышленных и финансовых структур, которая удовлетворяет критериям, зафиксированным в соответствующих законодательных актах, и сопровождается официальным признанием и включением в Государственный Реестр.

Российское законодательство определяет финансово-промышленную группу как «совокупность юридических лиц, действующих как основное и дочерние общества либо полностью или частично объединивших свои материальные и нематериальные активы (система участия) на основе договора о создании финансово-промышленной группы в целях технологической или экономической интеграции для реализации инвестиционных и иных проектов и программ, направленных на повышение конкурентоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эффективности производства, создание новых рабочих мест».

Группа юридических лиц может быть признана ФПГ при двух обязательных условиях:

- при решении государственного органа о ее государственной регистрации;

#### **Страницы 176-177**

- при наличии в составе группы организаций, действующих в сфере производства товаров и услуг, а также банков или иных кредитных организаций.

В состав ФПГ могут также входить инвестиционные институты, негосударственные пенсионные и иные фонды, страховые организации. Но определяющим условием создания ФПГ является объединение промышленного и банковского капиталов.

На основании вышеизложенного можно сделать вывод о главных различиях между ФПГ и холдинговой компанией (в рамках российского законодательства).

- 1) ФПГ может не владеть контрольными пакетами акций участников группы.
- 2) В холдингах не обязательно наличие кредитно-финансовых организаций.

Формирование ФПГ - сложный договорный процесс, имеющий свою собственную логику развития во времени, которая определяется макроэкономическим состоянием, объемом (масштабом) и отраслевой структурой промышленного производства, а также ситуацией на внутреннем рынке. Процесс создания среднестатистической ФПГ (консолидация капитала, организация консолидированного учета и отчетности, формирование внутреннего управленческого механизма) может занять около двух лет.

На участие в ФПГ имеются определенные ограничения.



- Дочерние хозяйственные общества и предприятия могут входить в состав ФПГ только вместе со своим основным обществом, а дочерние унитарные предприятия - вместе с унитарным предприятием-учредителем.

- Государственные и муниципальные унитарные предприятия могут быть участниками ФПГ в порядке и на условиях, определяемых собственником имущества,

- Участие более чем в одной ФПГ не допускается.

- Не допускается участие в ФПГ общественных и религиозных организаций (объединений).

Актуальность формирования ФПГ обуславливают следующие предпосылки:

- необходимость соединения процессов приватизации и структурной перестройки промышленности;

- острая потребность в создании новой системы инвестирования промышленности, в формировании интегрированных структур, способных к саморазвитию в условиях рынка;

- рост количества коммерческих банков и торговых фирм, являющихся потенциальными инвесторами промышленности, а также увеличение их финансовых активов;

- наличие серьезного структурного и финансово-инвестиционного кризиса в промышленности;

- необходимость укрепления и обновления сложившихся технологических цепочек и создания новых кооперационных связей в производстве конкурентоспособной продукции;

- сложность и недостаток опыта самостоятельного выхода отечественных товаропроизводителей на внешний рынок;

- потеря значительной доли внутреннего рынка России из-за появления на нем крупных зарубежных компаний.

## **6.2. Управление деятельностью ФПГ**

Высшим органом управления ФПГ является совет управляющих ФПГ, включающий представителей всех ее участников. Ведение дел ФПГ осуществляется центральной компанией - юридическим лицом, учрежденным всеми участниками договора о создании ФПГ и являющимся по отношению к остальным участникам договора о создании ФПГ основным обществом в силу закона или договора.

Центральной компанией ФПГ могут быть:

- инвестиционные институты (инвестиционные компании, инвестиционные фонды);

- хозяйственные общества (открытые и закрытые АО, общества с ограниченной и дополнительной ответственностью);

- ассоциации, союзы.

В соответствии с законом «О финансово-промышленных группах» центральная компания, представляющая собой своего рода "мозг» ФПГ, выполняет следующие основные функции:

- выступает от имени участников ФПГ в отношениях с третьими лицами, в том числе с государством;

- ведет сводный (консолидированный) учет, отчетность и баланс ФПГ;

- готовит ежегодный отчет о деятельности ФПГ;

- осуществляет финансовый менеджмент;

- ведет работу с ценными бумагами как самой центральной компании, так и других участников ФПГ и предприятий,

### **Страницы 178-179**

находящихся в сфере интересов группы;

- разрабатывает бизнес-планы;

- осуществляет маркетинг группы;

- проводит анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятий;

- организует кооперационные связи между предприятиями ФПГ;

- выполняет юридическое консультирование и экспертизу. Для российских ФПГ характерны два типа объединений -

конгломератный и основанный на кооперации производства.

Конгломератному типу присуще объединение акционерных обществ, не связанных друг с другом системой кооперации производства, на основе участия в едином капитале и зависимости

каждого от его роста. Доминирующую роль в этих группах играют банки. Примером такого объединения может служить группа банка «Менатеп».

Для второго типа характерны производственная кооперация как основа объединения и подчинение ей всех остальных элементов группы (банков, страховых компаний и т. д.). К этому типу относится большинство групп в нефтедобывающей и нефтеперерабатывающей промышленности.

У обоих типов объединений в системах управления и в решаемых задачах имеются как общие черты, так и существенные различия. Например, при объединении различных видов бизнеса с целью диверсификации появляются серьезные трудности в управлении разнородными подсистемами, возникает проблема затрудненности принятия решений ее управляющим центром. Речь идет о задаче синхронизации действий всех участников в ФПГ. Ясно, однако, что при этом достигается большая устойчивость на рынке ФПГ в целом. Поэтому при образовании высот диверсифицированных ФПГ необходима более значительная степень объединения активов участников вплоть до их слияния.

К настоящему времени сформировались три основных типа схем ФПГ.

К первому типу ФПГ относятся группы, в которых участники объединились и создали единую акционерную компанию. Это дало возможность учредить центральный аппарат - компанию, которая руководит всей ФПГ, но это иногда затрудняет решение проблем управляемости, накопление авторитета и капитала нового юридического лица не всегда происходит быстро. Кроме того, наименее эффективная форма консолидации имущества в рамках центральной компании - денежный взнос. Нередко эти взносы, в том числе со стороны коммерческих банков, носят символический характер (по 10-20 млн. руб.). Данная наиболее часто встречаемая форма образования уставного капитала центральной компании лишает последнюю возможности самостоятельно принимать серьезные управленческие решения и реально влиять на координацию совместной деятельности.

Ко второму типу ФПГ относятся группы, где центральным звеном является холдинговая компания. Концентрируя у себя контрольный пакет акций позволяет превратиться ей в управляющий центр всей группы.

К третьей группе ФПГ относятся группы, где центром собственности является кредитно - финансовая организация - обычно коммерческий банк. В это случае банк имеет те же возможности что и второй тип ФПГ, так как владеет контрольным пакетом акций. При этом в структуре банка имеется подразделение, которое выполняет функции холдинга и центра управления всей ФПГ.

Как держатель контрольных пакетов акций банк ничем не отличается от обычной холдинговой компании. Как правило, в структуре банка имеется управление холдинга, которое непосредственно выполняет функции центра управления собственностью. На этой основе строятся все остальные формы

### **Страницы 180-181**

мы управления в группе. В качестве примера может служить банк "Российский кредит».

В некоторых ФПГ («Сокол», «Антей», интегрированные нефтяные компании и др.) создаются советы директоров -представителей АО, входящих в группы, для распределения прибыли, формирования резервов и т. д. Во многих ФПГ конгломератного типа функции совета выполняют правление головного банка и холдинговое подразделение.

Государство участвует в управлении ФПГ через работу представителей заинтересованных ведомств в собраниях акционеров и советах директоров. Например, в советах директоров нефтяных интегрированных компаний присутствуют сотрудники Госкомимущества, Антимонопольного комитета, Минтопэнерго РФ.

Для перехода к созданию ФПГ с гораздо более высокой степенью концентрации капитала возможны различные варианты.

1) Внесение акций (вплоть до контрольных пакетов) в уставный капитал при учреждении центральной компании или в последующий период.

2) Проведение спланированных совместных эмиссий акций участников ФПГ с целью взаимного обмена ими.

3) Широкое использование доверительного управления во взаимоотношениях участников ФПГ и центральной компании.

4) Получение центральной компанией в траст пакетов акций, закрепленных в государственной собственности.

#### **Страницы 192-193**

#### **6.4.2. Деятельность финансово-промышленных групп в России**

В России в условиях слабости контрактных отношений, непрозрачности рынка и информационного отставания процессы диверсификации и концентрации деятельности усиливаются. Можно отметить два направления такой диверсификации - создание компаний холдингового типа и различных финансово-промышленных групп. При этом в мировой практике (при общей тенденции к сокращению диверсификации) холдинги или концерны получили свое развитие преимущественно в Западной Европе, прежде всего в Германии, а промышленно-финансовые группы - в странах Юго-Восточной Азии. В России же налицо стремление развивать обе формы диверсификации, хотя такого смешения стилей в мировой практике нет.

Наиболее типичным примером диверсифицированного холдинга является «Газпром\*». Многие специалисты полагают, что нынешние его проблемы вызваны крупными инвестиционными ошибками. Не позаботившись несколько лет назад о восстановлении своей ресурсной базы, концерн вкладывал деньги в непрофильное производство. Так, в 1996г. он купил 30% акций телекомпании НТВ. Дочка «Газпрома» «Межрегионгаз» скупала за долги многие непрофильные компании, задолжавшие концерну за газ.

Интересы «Газпром» весьма широки - от металлургии и химии до шинной промышленности. Например, связанный с «Газпромом» газохимический холдинг «Сибур», уже владеющий десятком газоперерабатывающих предприятий, заводами по производству синтетического каучука, Ярославским и Омским шинными заводами, решил заняться производством сырья для пластиковых бутылок. Еще одна близкая «Газпрому» компания «Итера» уже делает такие бутылки, но на импортном сырье. «Газпром» продолжает внедряться в энергетические компании. Весной 1999 г. он приобрел Псковскую ГРЭС, стремится войти в руководство одной из 10 крупнейших энергосистем России - «Ленэнерго». Через свои дочерние компании «Газпром» владеет Оскольским электрометаллургическим комбинатом и Лебединским ГОКом.

Характерным примером российской диверсификации может служить также покупка «Сибнефтью» трех алюминиевых заводов - Красноярского, Братского и Новокузнецкого и образование на этой основе совместно с «Сибирским алюминием» крупнейшего холдинга, сконцентрировавшего 75% российского производства этого металла. Одновременно «Сибнефть», как крупнейший кредитор, установила контроль над АО «Омский каучук», на долю которого приходится до 20% российского производства синтетических каучуков.

В оборонной промышленности одним из крупнейших холдингов является созданная в 1998 г. на базе бывших активов группы «Интеррос» компания «Новые программы и концепции». Она объединяет предприятия, производящие военные суда (судостроительный завод «Северная верфь»), компоненты к зенитным комплексам С-300П (Московский радиотехнический завод), противотанковые и переносные зенитные комплексы (Ленинградское оптико-механическое объединение, завод им. Дегтярева, Ковровский механический завод), авиационную технику (14% акций ОКБ им. Сухого).

Во многих случаях такая тактика направлена не на перспективное развитие тех или иных межотраслевых комплексов, а на получение максимального доступа к экспортной деятельности. Поскольку норма прибыли при реализации военных экспортных контрактов упала с 200% в середине 90-х годов до 5-6% в 1999 г., советские научно-технические заделы полностью реализованы, а новые крупные контракты требуют крупномасштабных опытно-конструкторских работ и инвестиций, существующие в этой сфере холдинги идут по пути дальнейшей диверсификации активов в сторону развития гражданских проектов. Так, холдинг К. Бендукидзе «Урал-машзавод», который контролирует и судостроительную фирму «Алмаз» (малотоннажные военные корабли), а также 38% акций судостроительного завода «Красное Сормово» (суда класса «река-море» и подводные), намерен сделать упор преимущественно на выпуск яхт.

Группа компаний «Каскол», владеющая акциями авиастроительного завода «Сокол» (производитель самолетов МиГ), завода «Росвертол» (транспортные вертолеты Ми-26), нижегородского завода «Гидромаш», единственного в России производителя шасси для авиационной техники, в 1999 г. приобрела также имущество Дукатского ГОКа, а в 2000 г. -

### **Страницы 194-195**

акции ульяновской авиакомпания «Волга - Днепр», крупнейшего в мире авиаперевозчика сверхтяжелых и крупногабаритных грузов. Кроме того, эта группа ведет переговоры о получении в управление 80% акций Северо-Западного морского пароходства и разрабатывает программу строительства 12 танкеров для российских нефтяных компаний.

Крупнейший в России коксохимический завод «Алтайкокс» намерен создать холдинг, контролирующий почти половину промышленности Алтайского края. В его состав должны войти два химических предприятия, производитель вагонов «Алтай-вагон» и ряд других заводов, в том числе «Полиэкс» - оборонное предприятие, специализирующееся на производстве пороха.

Из других примеров диверсификации последнего времени можно отметить компанию «Ренова», одного из ведущих производителей прохладительных напитков, владеющей Сибирско-Уральской алюминиевой компанией (СУАл). Магнитогорский металлургический комбинат (ММК) решил создать сеть магазинов-дискаунтеров под названием «Монетка», а нефтяная компания «ЮКОС» приобрела 60% акций «Волготанкера», крупнейшего в Европе нефтеналивного пароходства.

В российской практике можно найти примеры и противоположной тенденции, совпадающей с общемировой, когда компания освобождается от непрофильных подразделений. Так, в июне 2000 г. Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК) согласился продать за 119 млн. долл. принадлежавший ему крупнейший в России завод холодильников «Стинол» итальянской компании «Мерлони».

Продолжает избавляться от активов, приобретенных в ходе приватизации, и группа «Роспром». Весной 2000 г. она продала контрольный пакет акций Волжского трубного завода МДМ-банку, тесно связанному с «Сибнефтью», а в начале июня - французской фирме «Лозе э ассоше» 50% акций одной из крупнейших наших продовольственных компаний «Русский продукт» (в нее входят пять предприятий: пищекомбинат «Колос», «Моспищекомбинат», макаронная фабрика «Су-пермак», кондитерская фабрика «Сладость» и Детчинский завод овощных консервов).

Как считает генеральный директор ВПК «МАПО» И. Никитин, идея объединения авиапромышленных предприятий различного профиля - производителей самолетов, двигателей и приборов, которая лежала в основе образования холдинга в 1996 г., оказалась неработоспособной. В ходе реструктуризации предполагается уменьшить число предприятий в составе холдинга, объединив и выделив в самостоятельные компании предприятия по производству самолетов, двигателей, а также контрольно-измерительных приборов. Однако в целом в российской практике подобные примеры единичны и не меняют общей тенденции к диверсификации активов и к созданию холдингов и конгломератов.

Процесс становления финансово-промышленных групп в России стал активно развиваться после выхода президентского указа в декабре 1993 г. К 1999 г. в стране насчитывалось 75 официально зарегистрированных ФПГ, включающих 1212 компаний и 3.3 млн. занятых. В дополнение к зарегистрированным возникло множество неформальных финансово-промышленных групп. Российские ФПГ можно условно разделить на создаваемые вокруг крупного промышленного предприятия и вокруг крупных банков. Как правило, группы первого вида официально зарегистрированы и их интеграция строится на координации производственной деятельности и долгосрочных контрактах. Интеграция групп второго вида, обычно неформальных, базируется на перекрестном владении акциями.

Анализ деятельности ФПГ показал, что в целом в этот период их формирование и развитие оказало положительное влияние на рост производства и производительности труда, позволило компаниям выжить в сложных условиях экономического и финансового кризиса. Прежде всего это происходило благодаря большей доступности кредитных ресурсов по более низким, чем рыночные, ценам. Кроме того, в рамках ФПГ преодолевались недостатки всех переходных экономик (и российской в частности), связанные с несовершенством контрактной системы хозяйствования.

В то же время российские ФПГ, особенно формировавшиеся вокруг крупнейших банков, оказались крайне уязвимы от финансового кризиса и банкротства ведущих кредитных институтов, вокруг которых они создавались. Кроме того, многие из них обнаружили неспособность к выработке эффек-

### **Страницы 196-197**

тивной долгосрочной стратегии. В результате, например, Магнитогорский металлургический комбинат покинул финансово-промышленную группу «Магнитогорская сталь», которая не принесла ему, по словам представителей комбината, ничего, кроме неприятностей. Именно через эту группу был продан большой пакет акций ММК, который пришлось возвращать через суд. К тому же, в группу входили разноплановые предприятия, что также не удовлетворяло ММК. Теперь он предполагает создать новую ФПГ, которая будет строиться по принципу вертикальной интеграции: руда-сталь-переработка стали. В нее предложено войти Михайловскому ГОКу, Челябинскому трубопрокатному заводу и Магнитогорскому метизно-металлургическому комбинату. Для последнего ММК является основным поставщиком металла, а Михайловский ГОК призван заменить в качестве поставщика железорудного сырья Соколовско-Сарбайский ГОК, отошедший Казахстану.

Существенные финансовые трудности возникли и у известной группы «Донинвест», зарегистрированной в июне 1995 г. Входящий в группу завод «Красный Аксай», отказавшись по решению руководства ФПГ от выпуска, как выяснилось впоследствии, очень перспективной модели «Дэу Нексия», сосредоточился на производстве более дорогих машин. Из-за резкого сокращения спроса образовалась задолженность федеральному бюджету в размере 247 млн. руб. Все производство автомобилей было передано тогда вновь построенному заводу «ТагАЗ», в который «Донинвест» вложила 270 млн. долл., а «Красный Аксай» вернулся к производству сельхозтехники. В результате неправильно выбранной стратегии с начала 2000 г. «ТагАЗ» простаивает.

Однако наиболее негативное влияние ФПГ оказывают на уровень конкуренции и возможности появления на рынке новых фирм. Анализ показывает, что увеличение рыночной доли вертикально-интегрированных корпораций на 10% сопровождалось снижением коэффициента входа на рынок на 2-7% (измеренного как рыночная доля фирм, вошедших в рынок в текущем году). При этом особенностью российских ФПГ (в отличие, скажем, от японских) является то, что за их рамками остаются, как правило, средние и мелкие компании, оказывающиеся практически отрезанными от кредитных рынков.

Необходимо также иметь в виду, что одной из главных функций ФПГ в странах Юго-Восточной Азии была аккумуляция человеческого и основного капитала в условиях полного отсутствия рынка капитала. В отличие от этого в России уже существовали значительные объемы накопленного капитала, и главной задачей являлось его перераспределение для более эффективного использования. Основным же недостатком крупных финансово-промышленных групп оказывается то, что они замыкают своих членов в рамках определенного вида деятельности, делая их менее восприимчивыми к быстро меняющейся среде. Барьеры для входа на рынок, возникающие в результате доминирования на нем крупных ФПГ, практически не оставляют шансов другим компаниям, даже если они имеют неплохие перспективы развития и стараются провести реструктуризацию. Все это в конечном итоге угрожает не только развитию конкуренции, но и экономическому росту в целом.

Ориентация на дальнейшую диверсификацию и создание финансово-промышленных групп в России, отвечающая нынешним конъюнктурным потребностям экономики, в дальнейшем может привести к формированию так называемой германо-японской модели развития, наиболее адекватной, как показала практика, для традиционных массовых производств и отраслей; новейшие же технологии требуют более гибких форм корпоративного управления и финансирования.

Рассмотрим более подробно структуру **Финансово-промышленной группы «Интеррос».**

Финансово-промышленная группа «Интеррос» создана в соответствии с Указом Президента РФ от 28.10.94 № 2023 «О выработке мер государственной поддержки создания и деятельности финансово-промышленных групп на базе финансово-промышленной группы «Интеррос». Финансовая основа ФПГ «Интеррос» - ОНЭКСИМ Банк.

### **Страницы 198-199**

Основные виды деятельности:

- финансовый менеджмент и структурные преобразования участников ФПГ с целью повышения стоимости предприятий на основе их реструктуризации, включая мероприятия по финансовому оздоровлению предприятий;
- организация взаимодействия банковских учреждений с предприятиями-участниками ФПГ «Интеррос», в том числе при разработке и реализации инвестиционных проектов;
- привлечение инвестиционных ресурсов, в том числе зарубежных для реализации инвестиционных проектов и программ участников ФПГ, продолжение работ по акционированию и приватизации предприятий;
- представление интересов ФПГ «Интеррос» и ее участников в органах законодательной и исполнительной власти;
- обеспечение участников ФПГ правовой, экономической, финансовой и другой информацией, а также аналитическими материалами, организация информационного обмена между участниками группы.

Общее число участников - 30.

Общий оборот компаний, входящих в ФПГ «Интеррос», по итогам 1997 года превысил 7 млрд. долларов.

Общее число работающих на предприятиях ФПГ превышает 120 тыс. чел.

Текущие дела ФПГ «Интеррос» в соответствии с Договором о создании группы ведет Центральная компания - ОАО «Интеррос». Суммарная капитализация предприятий, находящихся в управлении ОАО «Интеррос» превышает 250 млн. долларов. За последние два года инвестиционный доход ОАО «Интеррос» достиг 50 млн. долларов.

Основной задачей Центральной компании ФПГ является управление промышленными активами предприятий по следующим направлениям:

- реструктуризация активов предприятий, имеющих потенциал повышения стоимости;
- организация продажи или максимизация инвестиционного дохода активов не являющихся стратегическими для группы;
- идентификация и организация приобретения активов, имеющих значительный потенциал роста стоимости.

В рамках этих направлений проектная деятельность специалистов «Интеррос» ориентирована по следующим отрас-

### **Страницы 200-201**

левым признакам:

- Морские и речные перевозки - проекты: «СЗП», "Западное пароходство", «Волготанкер»;
- Топливо-энергетический комплекс - проекты: «Сидан-КО», «ВПК»;
- Металлургия - проекты: «Норильский Никель», «Серовский завод ферросплавов»;
- Воеино - промышленный комплекс - проекты - «ЛОМО», «ЗИД, КМЗ»;
- Авиация и авиастроение - проекты: «Пермские моторы», «Гидромаш», лизинг самолетов («ЯК -42»);
- Химия - проекты: «Химволокно», «ТОС», «Апатит»;
- Розничная торговля - проекты: Сеть супермаркетов «Пик Пэй», «Артеке»;
- Пищевая промышленность - проект: создание фонда прямых инвестиций в производство продуктов питания (приобретение крупных пакетов акций наиболее перспективных компаний этого сектора и образование на их основе холдинга);
- Недвижимость - проекты: деловые центры «Тверская-16», «Здание Прогресс», «Гостиница «Заря».

В своей деятельности ФПГ «Интеррос» ставит своей целью проведение работы на микро-уровне, где основные акценты ориентированы на такие показатели, как финансовая окупаемость проектов, стоимость капитала акционеров, получение прибыли от покупки и реструктуризации предприятий и т.п.

В соответствии с федеральным законом РФ «О финансово-промышленных группах» и учредительными документами группы главным направлением деятельности ОАО «Интеррос» является разработка и реализация инвестиционных и иных проектов и программ, направленных на

повышение конкурентоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эффективности производства участников ФПГ «Интеррос».

Компания «Интеррос» является одним из крупнейших в России инвестиционных фондов. Основное направление деятельности - управление средствами акционеров.

Активы «Интерроса» составляют порядка 3 млрд. долларов. Из всех инвестиционных проектов холдинга 93% реализованы в России. «Интеррос» стремится не просто сохранить позиции крупнейшего российского инвестиционного фонда, эффективность вложений которого сегодня очевидна, но и укрепить свой авторитет на международном уровне с тем, чтобы столь же эффективно привлекать иностранный капитал в Россию.

Компания «Интеррос» осуществляет инвестирование и управление промышленными, финансовыми и медийными активами, участвует в разработке планов их стратегического развития, контролирует деятельность управляющих компаний, направленную на повышение капитализации и доходности каждого актива.

В основе деятельности «Интерроса» лежит принцип экономической эффективности как необходимое условие ведения любого бизнеса, а также принцип социальной ответственности и социального партнерства.

Предприятия «Интерроса» производят около 4% внутреннего валового продукта страны, на них трудятся более 190 тыс. человек. Многие предприятия компании являются градообразующими.

Каждое предприятие является самостоятельной бизнес-единицей. «Интеррос», как акционер и инвестор, реализует свои интересы через представителей в советах директоров предприятий.

Осенью 2001 года «Интеррос» завершил процесс реструктуризации своих активов, который продолжался в течение двух последних лет. В результате все активы компании были разделены на две группы.

В первую группу вошли компании, в которые «Интеррос» осуществляет прямые (или стратегические) инвестиции. Представители «Интерроса» составляют большинство в советах директоров этих компаний. ФПГ владеет контрольным пакетом акций, осуществляет управление компаниями, определяя стратегию и тактику их работы, несет ответственность не только за производственные результаты, но и за деятельность компании в целом, в том числе и за то, как решаются экологические, социальные и другие вопросы, не имеющие, на первый взгляд, прямого отношения к производству.

Ко второй группе относятся компании, в которые «Интеррос» осуществляет портфельные инвестиции и владеет небольшим пакетом акций, что не позволяет влиять на гриня-

### **Страницы 202-203**

тие существенных для развития компаний решений. ФПГ, если и участвует в управлении такими активами, то только наряду с другими акционерами, а ответственность за экономическую эффективность и социальную стабильность несет в меру своего участия в активе. Основная цель «Интерроса» как инвестиционной компании в таких проектах - повышение их капитализации, эффективное бесконфликтное управление прямыми инвестициями;

- ГМК «Норильский никель» - один из крупнейших в мире производителей цветных и драгоценных металлов; на долю ГМК приходится более 20% мирового производства никеля, более 10% кобальта, 3,1% меди, значительная доля платины и палладия; предприятия ГМК расположены в городах и населенных пунктах Кольского полуострова («Североникель», «Печенганикель» и др.), и Таймырского автономного округа (три металлургических завода, семь рудников, обогатительные фабрики и др.), в Санкт-Петербурге (институт «Гипрони-кель»), Москве («Интерросимпэкс» и др.);

- «Силовые машины» - энергомашиностроительный концерн, созданный с целью развития отечественного энергомашиностроения и формирования единого корпоративного пространства для предприятий отрасли; в концерн входят:

- одноименная управляющая компания,
- сбытовая компания «Энергомашэкспорт», имеющая свои представительства в 60 странах мира,
- инжиниринговая компания «ЛМЗ-инжиниринг»,
- Ленинградский металлический завод, крупнейший в мире производитель турбин,

- предприятие «Электросила», выпускающее генераторы, электродвигатели, аппаратуру для контроля и диагностики электрических машин,
- Завод турбинных лопаток, ведущее российское предприятие полного цикла по производству лопаток для паровых и газовых турбин,
- Калужский турбинный завод, производитель турбин малой и средней мощности;
- агропромышленный комплекс «Агрос», который формируется как вертикально-интегрированный холдинг с единым управляющим центром и замкнутым циклом производства; приоритетными направлениями развития являются животноводство и растениеводство; в АПК входит федеральная контрактная корпорация «Росхлебопродукт» и один из крупнейших животноводческих комплексов России «Ильи-ногорское»;
- Росбанк - акционерный коммерческий банк, осуществляющий весь комплекс банковских услуг. Росбанк входит в десятку крупнейших банков России, имеет пять отделений в Москве и 11 филиалов в городах России (Дудинке, Красногорске, Краснодаре, Норильске, Омске, Перми, Томске, Туле, Улан-Удэ, Хабаровске, Южно-Сахалинске), а также 4 дочерних банка ("Приморье», БайкалЭкспресс банк, Онэксим-Вол-га, Мончебанк);
- банк МФК - универсальный коммерческий банк, специализирующийся на оказании инвестиционных услуг; банк имеет 90 корсчетов в 60 крупнейших банках мира;
- холдинговая компания «Интеррос-финком», объединяющая участников финансового рынка, которые предоставляют небанковские услуги; в составе холдинга лизинговая компания «Интеррос-лизинг», туристическая компания «Интеррос-транстур», пенсионный фонд «Интеррос-достоинство»;
- страховая группа «Согласие», объединяющая десять страховых компаний, которые работают во многих городах России и странах СНГ;
- издательский дом «Профмедиа», осуществляющий управление медиа-активами {издательский дом «Комсомольская правда», газеты «Известия», «Советский спорт» и др., журнал «Эксперт», радиокomпании «Авторadio» и «Новости on line» и др.).

Портфельные инвестиции:

- «Пермские моторы»;
- «Роснефть-петролеум»;
- Новолипецкий металлургический комбинат;
- компания, управляющая активами в сфере недвижимости.

#### **6.5. Зарубежный опыт развития финансово-промышленных групп**

Сегодня структура и характер групп в отдельных странах обнаруживает как схожие черты (чему способствует, например, деятельность транснациональных компаний), так и

#### **Страницы 204-205**

заметные различия. В значительной степени эти различия обусловлены конкретными историческими обстоятельствами, в том числе спецификой законодательного регулирования роли финансовых организаций в вопросах корпоративной собственности и управления. К странам, в которых поиски эффективных путей объединения предприятий развернулись по широкому ряду направлений, относятся ФРГ и Япония. Экономика этих стран демонстрирует многообразие организационно-хозяйственных межкорпоративных объединений. Среди них есть как традиционные концерны во главе с крупной промышленной корпорацией, так и универсальные межотраслевые группы, сформировавшиеся вокруг банков.

На основе акционерных и других форм финансовых и деловых связей происходит межотраслевая интеграция концернов в финансовые группы крупнейших банков в Германии. В ядро финансовых групп входят концерны: «Сименс», «Бош», «Даймлер-Бенц», «Тиссен» (финансовая группа «Дойче Банк»); «Хехст», «Крупп», «Грюндиг» (финансовая группа «Дрезденер Банк»). Деятельность концернов чаще всего распространяется на одну подотрасль экономики. Лишь немногие наиболее крупные концерны охватывают всю отрасль. Например, концерн "Сименс" - электротехническую, «Тиссен» - сталелитейную промышленность.

Координация германских групп обеспечивается несколькими механизмами. Так, имеется сравнительно небольшой круг должностных лиц, являющихся одновременно членами правлений различных компаний. Из 100 крупнейших компаний Германии примерно в 80 один из членов



наблюдательного совета был и членом правления другой компании. В 20 из них от 17 до 36 должностных лиц являлись одновременно членами наблюдательных советов других компаний. Межкорпоративной интеграции служит и взаимоучастие в капитале. В 1984г. среди 100 крупнейших корпораций Германии действовало 88 соглашений о перекрестном участии в акционерном капитале.

Значительную роль в координации играют входящие в группу финансовые институты. Они - второй по размерам участия собственник германских корпораций после промышленных предприятий. «Дойче Банк», например, владеет 28,5% капитала «Даймлер-Бенц». Германским банкам принадлежит около 25% акций 25 крупнейших промышленных корпораций страны. Банки ФРГ выступают обычно в качестве депозитариев акций, принадлежащих другим категориям собственности. Тем самым банки приобретают право голоса от лица собственников акций, в результате чего они прямо или косвенно управляют около 50% акций ведущих корпораций страны.

Интересен опыт японских ФПГ, который все чаще становится основой для переосмысления принципиальных вопросов, касающихся наиболее рациональной организации хозяйственного оборота в экономике. Показательно, что предприятия, входящие в какую-либо из шести ведущих японских финансово-промышленных групп - «сюданов» («Мицубиси», «Мицуи», «Сумитомо», «Санва», «Фуе», «Дай-Ити-Канге»), представляют только 10% компаний, включенных в листинг токийской фондовой биржи, но обеспечивают более 50% продаж в ряде отраслей промышленности. На торговые фирмы групп приходится также более половины экспортно-импортных операций, а их доля в импорте отдельных товаров достигает 90%. Коммерческие и трастовые банки групп контролируют около 40% общего капитала банков, а страховым компаниям принадлежит примерно 55% всего страхового капитала.

Внутри групповое взаимодействие в японских ФПГ обеспечивается через;

- создание клуба высших менеджеров с проведением регулярных совещаний;
- систему внутригрупповых контрактных отношений и обменов, охватывающих циркуляцию финансовых ресурсов, товаров, научно-технической информации между участниками группы; распространен обмен специалистами, особенно между банками и их клиентами, крупными производителями и их поставщиками;
- реализацию общегрупповых проектов;
- объединение ведущих корпораций посредством взаимоучастия в акционерном капитале (перекрестное владение акциями).

Хотя конкретных причин для объединения предприятий

### **Страницы 206-207**

может быть несколько и они могут меняться, обеспечение долгосрочной жизнеспособности является важнейшей задачей японских ФПГ. Банкротства компаний, имидж которых ассоциируется с репутацией главного банка ФПГ, редко встречается в японской практике.

Стратегические выгоды для всех участников ФПГ обеспечиваются интеграцией конкурентных преимуществ в сфере технологического развития. Соединение ресурсов отдельных фирм все чаще выступает необходимой предпосылкой для:

- разработки или приобретения новой технологии;
- реализации накопленных знаний и опыта;
- организации новых отраслей или преодоления барьеров вхождения в уже существующие;
- освоения зарубежных рынков.

Стратегические выгоды, связанные с повышением мобильности развития и реализации технологического потенциала, достигаются вхождением в ФПГ финансово-кредитных организаций. Скорость технологического обновления производства, темпы наращивания выпуска конкурентоспособной продукции во многом зависят от того, насколько инвестиционные возможности корпорации превышают объемы самофинансирования. Широкое использование корпорациями привлеченных средств - один из факторов японских экономических достижений. Среднее соотношение «долг/собственные средства» в обрабатывающей промышленности Японии составляет 1,6:1, тогда как в США оно равно 0,6:1. Хотя в настоящее время крупнейшие корпорации Японии приближаются по структуре пассивов к американскому типу, существенно то, что в тот период,

когда они осуществляли технологический рывок, доля собственного капитала у них была значительно ниже, чем сейчас.

Соотношение между собственными и заемными средствами в финансировании корпоративного развития зависит как от целей корпораций, так и от степени риска, который несут финансовые институты. Риск для кредиторов снижает высокая доля стабильных акционеров в японских корпорациях, обеспечиваемая участием в капитале. Финансовые институты в Японии уменьшают свой риск через тесное взаимодействие с клиентами. В отличие от американских японские банки обычно имеют долю участия в капитале своих главных клиентов.

Финансово-промышленные группы Швеции демонстрируют ряд общих черт с японскими и германскими ФПГ, хотя для этой страны характерно превалирование промышленных групп, связанных с семьями крупных бизнесменов, промышленников и финансистов. Масштабы перекрестного владения акциями среди котируемых на бирже шведских компаний достигают 25%.

Мощные группировки предприятий наблюдаются и в других странах Европы. Характерная черта развития производства Франции в течение последних десятилетий - формирование и рост групп, которым принадлежит одно из ведущих мест в списке 100 промышленных корпораций Западной Европы. Крупнейшая промышленная группа Франции - «Эльф-Акитен».

Основная форма группирования предприятий в Италии - концерн. Ведущие позиции среди итальянских концернов занимают «ФИАТ», «Монтэдиссон», «Пирелли». Катализатором интеграции промышленного и банковского капитала Италии стала задолженность банкам крупных частных компаний, которая к началу 80-х гг. составила две трети всего их капитала. Банки приобрели также весьма существенную часть и акционерного капитала этих компаний. Представители бан-

#### **Страницы 207-209**

ские стали наиболее влиятельными членами административных советов крупных промышленных компаний.

В США союз банковского и промышленного капитала закрепился в виде семейных групп (Морганов, Рокфеллеров, Меллонов и других) и региональных групп (кливлендская, чикагская, ряд калифорнийских, тexasкая). Интеграционные процессы в американской экономике носят подспудный характер. Но все чаще выдвигается вопрос о необходимости устранить препятствия к более тесному контакту промышленных и финансовых секторов, повысить роль крупных финансовых организаций в корпоративном управлении.

Все более очевидной становится ошибочность опасений о несовместимости ФПГ и конкуренции. Ситуация в экономике Германии, Японии, Швеции демонстрирует острую конкуренцию среди вертикально интегрированных групп. К примеру, в Японии насчитывается по меньшей мере 15 национальных производителей легковых автомобилей и трейлеров, в США - 6. В Швеции 2 национальных конкурента мирового уровня в автомобилестроении («Volvo» и «Saab»), а в Германии 4 таких конкурента. В японской сталелитейной промышленности конкурируют 15 основных фирм с объемом продукции на сумму около 1 млрд. долл., а в США только 8 сталелитейных фирм. Новые экономические реалии американской экономики вынуждают к переходу от традиционных контрактных к долгосрочным партнерским отношениям с поставщиками. Так, условия конкуренции на автомобильном американском рынке требует, чтобы процесс разработки и перехода к выпуску новых моделей занимал не более трех лет. Этого не добиться, если отношения с поставщиками будут по-прежнему строиться на контрактах по договорным ценам, заключаемых на один год.

Японские ФПГ оказали большое влияние на развитие большинства новых индустриальных стран как примером становления мощной корпоративной структуры, так и непосредственным участием ФПГ в экономической жизни. Японскую модель использовала в своей экономике Республика Корея, хотя ее корпоративная структура при значительных заимствованиях имеет и собственную специфику. Типичными здесь остаются семейные группы.