

На правах рукописи

Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова

Бродский Дмитрий Александрович

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ХОЛДИНГОВОЙ
ОРГАНИЗАЦИИ**

Специальность 08.00.01 - Экономическая теория

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва-2010

Работа выполнена на кафедре политической экономии экономического факультета
Московского Государственного Университета им.М.В. Ломоносова

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор
Хубиев Кайсын Азретович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор,
ст.научный сотрудник института РАН
Сычев Николай Васильевич

кандидат экономических наук, научный
сотрудник проблемной лаборатории по
изучению рыночной экономики
экономического факультета МГУ
им.М.В.Ломоносова

Рассади́на Алла Константи́новна

Ведущая организация: МАТИ – Российский технологический
университет им.К.Э.Циолковского

Защита состоится 28 апреля 2010 г. в 15-00 часов в ауд. 413 на заседании
Диссертационного Совета Д 501.001.23 Московского государственного
университета им. М.В. Ломоносова по адресу: 119991 г. Москва, ГСП-1, Ленинские
горы, МГУ им. М.В. Ломоносова, 3-ий учебный корпус,
экономический факультет.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки
2-ого учебного корпуса гуманитарных факультетов МГУ им.
М.В. Ломоносова.

Автореферат разослан «26» марта 2010 г.

Ученый секретарь

диссертационного совета Д 501.001.23,
кандидат экономических наук, доцент

Л.В. Рой

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. Структурные преобразования, происходящие в отечественной экономике, обуславливают появление в реальном секторе новых организационных форм предпринимательства, имеющих в своем составе дочерние общества. Данным изменениям должна соответствовать институциональная среда, раскрывающая потенциал развития эффективных форм предпринимательских объединений. Однако достичь в России гармонизации реальных и институциональных трансформаций пока не удалось. Показательным является пример финансово-промышленных групп, стремительно возникавших и постепенно сошедших с экономического горизонта. В современной экономике широкое распространение получили холдинговые формы предпринимательских объединений, но их статус и режим функционирования не нашел отражения в институциональной среде, отчасти из-за недостатка теоретических изысканий либо преобладания правовых характеристик холдинга. Начавшийся в 2008 году мировой финансовый кризис поставил перед компаниями задачу оптимизации инвестиционных вложений в условиях дорожающих финансовых ресурсов.

Теоретическая актуальность исследования состоит в определении холдинга как особой организации в экономической системе. Практическая актуальность заключается в выработке рекомендаций по институциональному обеспечению эффективного функционирования холдингов и формированию оптимальной инвестиционной стратегии.

Степень научной разработанности проблемы. Тематика организационных трансформаций с давних пор привлекала внимание исследователей. Предпосылки изучения размеров фирм и их влияния на отрасль были заложены классической политической экономией А. Смита, а затем развиты в трудах А. Маршалла, ставшего одним из основателей неоклассического направления в экономической теории. Позднее Э.Чемберлен и Дж. Робинсон сосредоточили внимание на процессах концентрации капитала и укрупнения хозяйственных единиц. Э.Пенроуз переносит акцент с горизонтальной экспансии фирмы на поиск иных направлений организационного развития, таких, как выход на новые рынки сбыта. Научный

интерес в области нашего исследования представляют также работы Й.Шумпетера, выделявшего инновационный характер предпринимательской деятельности.

Воззрения новой институциональной теории представлены трудами Р.Коуза по теории фирмы, концепцией иерархических структур и вертикальной интеграции О.Уильямсона. Важным этапом становления теории организаций считаются исследования К.Менара по описанию гибридных институциональным соглашений, лежащих в плоскости между рынком и фирмой.

Среди отечественных экономистов выделяются разработки в области организационных структур С.Авдашевой, М.Аистовой, М.Атнашева, А.Аузана, Ю.Винслава, А.Виссарионова, Н.Волчковой, А.Войтенко, В.Дементьева, А.Дынкина, Г.Клейнера, Л.Григорьева, Р.Капелюшникова, Б.Мильнера, Я.Паппэ, О.Посудневского, В.Подольского, Н.Псаревой, Н.Пьянкова, А.Радыгина, А.Савина, К.Соколова, В.Тамбовцева, И.Чумичева, В.Федчука, А.Шаститко, И.Шиткиной, Е.Ясина

Зарубежные исследования в области организационных альтернатив содержатся в работах С.Асафа, А.Чэндлера, Р.Лифмана, С.Томпсона, И.Такера, Р.Видлера, Р.Уайта, М.Стоуна, Ю.Либскинда, С.Роудз, А.Виксберга, Дж.Черча, Р.Уэра, С.Кларка, Е.Перроти ¹.

Объектом исследования является холдинг как особая предпринимательская организация в реальном секторе экономики, а **предметом** — холдинговые отношения и их особенности при формировании инвестиционной стратегии.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является раскрытие содержания холдинга как особой предпринимательской организации, определение основ его самостоятельного функционирования в экономической системе и выработке рекомендаций по оптимизации инвестиционной стратегии.

Достижение поставленной цели обусловило решение следующих задач:

¹ Работы представленных отечественных и зарубежных авторов указаны в библиографии диссертационной работы

- На основе анализа основных направлений экономической теории выявить и раскрыть экономическое содержание холдинговой организации;
- Идентифицировать особое место холдинга в системе рыночных отношений;
- Раскрыть роль холдинговых структур в оптимизации трансформационных и транзакционных издержек;
- Провести эмпирическую диагностику полученных характеристик холдинга;
- Определить и раскрыть инвестиционную стратегию холдинга и экономический эффект для ее участников;
- С теоретических позиций провести анализ нормативной базы по холдинговым структурам и выработать рекомендации по совершенствованию институционального сопровождения деятельности холдингов в российской экономике.

Теоретической и методологической основой исследования послужили достижения классического, неоклассического и нового институционального направлений экономической теории, а также экономического анализа права.

В диссертационной работе используются элементы отдельных теорий и прикладных наук: стратегической концепции фирмы, теории организаций для раскрытия определения холдинга, временной теории стоимости денег при анализе инвестиционного поведения холдинга, а также современной теории корпоративного и стратегического управления для изучения холдинговых отношений.

В процессе диссертационного исследования были использованы системный подход, метод сравнительных и экспертных оценок, концептуальные подходы, реализованные в законодательстве и нормативных актах, а также инструментарий ретроспективного анализа при рассмотрении исторической динамики.

Информационную базу исследования составили официальные материалы Госкомстата РФ, информационно-аналитические и методологические документы Министерства экономического развития, ежегодные бюллетени Мирового банка и

Международного валютного фонда. В процессе написания диссертационной работы использовались наработки научных центров, а также материалы круглых столов, российских и международных научных конференций, статьи журналов экономической и правовой тематики. В ходе поиска возможностей совершенствования нормативного регулирования осуществлялся анализ на базе мировых аналогов отраслевого и антимонопольного законодательства.

В рамках диссертации были рассмотрены практические достижения компаний в области построения инвестиционной стратегии и использованы авторские исследования деятельности интегрированных структур.

Научная новизна диссертационного исследования:

- На основе сравнительного анализа классического, неоклассического и нового институционального направлений экономической теории выработано определение холдинга как структурно сложной формы организации предпринимательства гибридного типа, обусловленной системой технологических и инфраструктурных связей, и включающей совокупность экономических отношений, реализующих интересы его участников;
- Теоретически определены экономические основы эффективности функционирования холдингов в системе рыночных отношений через оптимизацию трансформационных и транзакционных издержек;
- На основе анализа результатов анкетирования в нефтегазовой компании эмпирически доказаны экономические преимущества для участников холдинга: увеличение масштабов производственной деятельности, консолидация финансовых ресурсов и расширение возможностей инвестиционного процесса;
- С привлечением практического материала из нефтяной отрасли раскрыто содержание корпоративных связей и функциональная нагрузка участников холдинга при формировании инвестиционной стратегии в рамках реконструкции сети АЗС;
- Выработаны рекомендации по совершенствованию институциональной среды функционирования холдингов в рамках

финансового, антимонопольного и налогового регулирования. Обоснована необходимость сближения и унификации понятийного аппарата путем доработки концепции «группы лиц» и уточнения признаков зависимости подконтрольных обществ;

- Разработан сценарный подход к оптимизации инвестиционной стратегии холдинга в зависимости от экзогенных факторов.

Теоретическая и практическая значимость работы обусловливается новизной исследования – определением холдинга с позиции основных исследовательских программ экономической теории и выявлением отличий от других форм предпринимательских объединений, что дает необходимый инструментарий для дальнейшего изучения интеграционных начал в экономике.

Для собственников и руководителей крупного бизнеса представляют интерес отдельные положения работы, направленные на поиск новых возможностей для преодоления ограничений инвестиционного процесса в условиях мирового экономического кризиса. Материалы по проектам реконструкции АЗС могут использоваться при эмпирическом анализе и сопоставлении преимуществ инвестиционных стратегий.

Практическое значение диссертационного исследования состоит также в анализе институционального обеспечения деятельности холдинга с использованием зарубежных норм регулирования, что может быть востребовано для дальнейшего совершенствования отраслевого законодательства России.

Апробация результатов исследования. Основные положения работы опубликованы автором в научных статьях общим объемом 2 п.л., докладывались на международной научной конференции «Инновационное развитие экономики России: ресурсное обеспечение» (Москва, апрель 2009 года) и традиционных Ломоносовских чтениях, проводимых на экономическом факультете МГУ им. М.В.Ломоносова («Ломоносов 2006», апрель 2006 года). Большинство гипотез работы были верифицированы при проведении анкетирования в крупнейшей нефтяной компании России ОАО «Газпром нефть». Полученные результаты используются в деятельности структурного подразделения, отвечающего за инвестиционный процесс в компании.

Объем и структура диссертации. Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы.

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1 ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ ХОЛДИНГА

1.1. Предпосылки развития холдингов в России

1.2. Сущность холдинговых отношений

1.3. Нормативная основа функционирования холдинга

1.4. Теоретическое отражение холдинга в основных исследовательских программах экономической теории

ГЛАВА II ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ ХОЛДИНГА

2.1. Содержательная трактовка инвестиционной стратегии. Цели и этапы разработки.

2.2 Пример построения холдинговой структуры и разработки инвестиционной стратегии

ГЛАВА III СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ХОЛДИНГОВ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

3.1. Институциональное сопровождение деятельности холдингов

3.2 Коррекция инвестиционной стратегии вследствие мирового экономического кризиса

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

БИБЛИОГРАФИЯ

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАБОТЫ

Определение холдинга как формы организации предпринимательства.

Сложность отношений, складывающихся внутри холдинга, обуславливает существование разных точек зрения на его экономическую природу и историю развития. Специфичность холдинга начинает проявляться уже в том, что приступая к изучению проблемы, исследователь сталкивается с отсутствием целостного теоретического определения холдинга. Само понятие возникло от англ. «hold»- владеть, держать. Аппелируя к этимологическому аспекту вопроса, англоязычная терминология понимает под холдингом только головную компанию, целью которой является владение контрольными пакетами акций других компаний. Континентальная концепция связывает развитие холдинговых образований с процессами индустриализации в европейских странах. Роберт Лифманн рассматривает концентрацию капитала в немецкой экономике и подчеркивает, что холдинг есть особая форма объединения предприятий, для которой характерно наличие «административной» компании во главе². Поэтому немецкая литература уже признает холдинг как совокупность хозяйственных элементов, но довольно значительно ограничивает функции головной компании. Сфера ее деятельности варьируется от финансового контроля дочерних компаний до сохранения контрольного пакета акций для недопущения недружественного поглощения. При этом головная компания не участвует в производственном процессе, ставя своей целью только владение акциями, что сближает ее с англоязычным терминологическим восприятием. Если обратиться к советской экономической литературе, то понятие «холдинг» раскрывалось сквозь призму выполняемых функций, но ограничивалось узким пониманием надстройки, не имея в виду группу лиц. В «Экономической энциклопедии» 1980 года указано, что «холдинговая компания – компания, владеющая контрольными пакетами акций других компаний с целью контроля и управления их деятельностью»³. Положительной извлекаемой

² Liefmann R., Cartels, Concerns and Trusts. Batoche books. 2001. p.283

³ Румянцев А.М. (ред.). Экономическая энциклопедия. Политическая экономия. Том 4. М.: Советская энциклопедия, 1980.

характеристикой здесь является упоминание о том, что холдинговая компания может создаваться с целью контроля и руководства группой дочерних обществ, выделяемых по определенному признаку (географическому или отраслевому). Широкий набор функций холдинговой компании «делает ее неотъемлемым звеном системы участия – основной формой организации современного монополистического капитала»⁴. Поэтому второй акцент в данном издании делается на придание атрибута монополизма деятельности холдинговой компании.

Подытожив приведенную терминологию, следует отметить ее неполноту применительно к актуальным примерам холдингов, которые представляются нам в действительности более сложными структурами. В начальной стадии своего исследования мы опираемся на понимание холдинга как группы компаний с особым типом внутренней организации, что соответствует сложившейся в России практике построения организационных структур. В состав холдинга входят организации, сохраняющие юридическую самостоятельность, но в своей предпринимательской деятельности находящиеся под контролем головной (управляющей, координирующей) компании. Данные отношения экономической субординации проистекают из преобладания доли в уставном капитале дочерних компаний, либо базируются на иных обязательствах, позволяющих влиять на решения других участников объединения.

Мы рассмотрели структуру холдинга и детерминировали участников холдинговых отношений. Головная компания является специфическим управленческим и финансовым ядром современных холдингов. Она осуществляет деятельность стратегического характера, непосредственно не связанные с процессом производства: выстраивает схему движения финансовых и товарных потоков между предприятиями, занимается реализацией готовой продукции, консолидирует отчетность, выполняет поиск финансирования и осуществляет управление инвестиционным процессом. Помимо головной компании, архитектура холдинга представлена дочерними и зависимыми предприятиями. Юридическая и финансовая самостоятельность делегируется дочерним компаниям в том объеме, в

⁴ Там же, с.356

каком она необходима для ведения ими оперативной деятельности. Под этим мы подразумеваем непосредственное выполнение производственной функции: выпуск продукции, эксплуатация и поддержание мощностей, найм персонала, приобретение необходимых для обеспечения производства услуг. Холдинговые отношения носят вертикальный характер, так как детерминированы отношениями экономической субординации. Между дочерними компаниями возможно и горизонтальное взаимодействие. Например, по поводу производственного планирования или инвестиционного проектирования.

Опираясь на доступную информацию, возможно утверждать о существовании двух способов создания холдинга. Во-первых, слияния и поглощения компаний и предприятий, обладающих необходимым экономическим потенциалом для вхождения в холдинговую структуру. Распространенным инструментом является покупка достаточного для решающего влияния пакета акций. При отсутствии форс-мажорных обстоятельств данная схема предусматривает, по меньшей мере, согласие прежнего владельца реализовать имеющийся актив, который впоследствии войдет в состав холдинга, что обуславливает необходимость переговорного процесса. Временные рамки данного процесса достаточно обширны не только из-за поиска компромисса относительно стоимости пакета акций, но и, в некоторых случаях, ожидания разрешения на сделку со стороны антимонопольных органов. Интеграция приобретенного актива в состав холдинга является отдельной задачей, так как требуется совместить структуру управления холдинга со спецификой работы конкретного предприятия.

Второй механизм создания холдинга основывается на выделении и создании дочерних обществ по инициативе головной компании. Эта схема принципиально отличается от предыдущей тем, что требуется лишь желание материнского общества, поэтому как таковой переговорный процесс отсутствует. Способ реализации механизма зачастую базируется на вхождении поверенного физического лица в состав учредителей, что позволяет проводить требуемую материнским обществом экономическую политику. Так как в данном случае дочернее общество создается «с нуля», то появляется возможность воплотить требования управляющей компании ко всем элементам формируемого

хозяйственного субъекта. Влияние головного общества проявляется гораздо отчетливее, чем при процессе слияний и поглощений, по причине минимизации согласовательного аспекта. Воздействие каких-либо институциональных ограничений со стороны третьих лиц на деятельность и архитектуру вновь создаваемого дочернего общества элиминируется. Поэтому чем меньше переговорных сторон участвует в процессе формирования холдинга, тем более выражена аффилированность его участников в конечной структуре. Как следствие, возрастает степень экономической зависимости дочерних обществ, которая задается и поддерживается головной компанией.

Рассмотрев актуальные примеры холдингов, нами установлено, что холдинговые отношения построены как минимум на трех системообразующих связях: технологической, инфраструктурной и географической, каждая из которых определенным образом мотивирует участников холдинга на поддержание взаимоотношений. Технологическая связь присутствует в случае, когда объединение затрагивает предприятия связанного производственного цикла. Управляющая компания приобретает ниже- или вышестоящие звенья для полного контроля над цепочкой создания товара. Вторым связующим элементом выступает функционирование на одной инфраструктурной базе, что подразумевает сочетание основных и вспомогательных производств. Распространенным случаем является приобретение или выделение логистической компании, занимающейся обслуживанием основного производственного процесса. Поэтому инфраструктурные связи особенно важны для компаний добывающих отраслей, когда сырье требуется транспортировать к месту его переработки. Помимо этого, российская практика показала достаточно примеров появления отраслевых банков, страховых компаний и даже негосударственных пенсионных фондов, предоставляющих финансовые услуги для компаний холдинга. Третьим связующим элементом является географическая близость дочерних обществ, позволяющая консолидировать предприятия в региональные звенья холдинга и проводить единую сбытовую политику.

Выделение трех системообразующих связей позволяет сделать вывод о холдинге как об интегрированной структуре, в которой участники сохраняют

статус отдельных хозяйствующих субъектов, но достигают более высокой согласованности действий, чем в границах типичных контрактов. При этом «интегрированность» достигается действующим на регулярной основе координационным центром. В ходе исследования мы также установили наличие бизнес-единиц в холдинге, состоящих из совокупности дочерних предприятий. Принципы формирования границ бизнес-единиц холдинга тождественны связующим элементам его экономической природы. Во-первых, выделяются производственные, или продуктовые, бизнес-единицы, сформированные по производственному циклу, результатом которого является выпуск продукции в рамках отраслевой принадлежности холдинга. Во-вторых, поддержание основных производственных функций обеспечивают сервисные бизнес-единицы. В-третьих, существуют сбытовые бизнес-единицы, ориентированные на конечного покупателя и классифицируемые в зависимости от особенностей сбытовой политики (например, крупнооптовые или розничные продажи, продажи определенного продукта).

В противовес историческим предшественникам (картелям, синдикатам) расщепление управленческого и производственного звена в холдинге оформилось не только функционально, но и юридически. Это адекватная потребность, вызванная желанием детерминировать центры прибыли (бизнес-единицы) и вывести их на рыночную основу, сохранив при этом отношения экономической субординации. Существование холдинга обеспечивается реализацией интересов его участников. В первую очередь, это снижение трансформационных издержек. Если рассматривать интеграционные процессы холдинга снизу, то для отдельного предприятия вхождение в состав холдинга будет иметь положительные последствия в виде достижения долгосрочного характера экономических связей, обеспечения ритмичной загрузки мощностей, сокращения транспортных расходов. Предприятия, объединенные холдинговыми связями, оказываются более конкурентоспособными по сравнению с расщепленными единицами. Способность концентрировать значительные финансовые ресурсы позволяет проводить капиталоемкие инвестиционные преобразования и выходить на новые рынки сбыта как в продуктовом, так и в географическом аспектах. Участвуя в процессе

кредитования, холдинг способен заимствовать средства на более выгодных условиях, чем самостоятельные предприятия. Дополнительным преимуществом в конкурентной борьбе является концентрация в холдингах профессиональных кадров и управленческой компетенции, привлекаемых высоким уровнем оплаты труда.

В период экономического спада холдинговая организация также не перестает быть актуальной и доказывает свою состоятельность. Будучи отдельными хозяйствующими субъектами, функциональные единицы могут быть исключены из состава холдинга с гораздо меньшими издержками, чем это произошло бы в рамках одной компании и привело бы к сокращению персонала.

В терминах транзакционных издержек холдинг способствует снижению издержек поиска контрагентов благодаря наличию специализированных сбытовых активов. Экономическая субординация в рамках связанного производственного цикла минимизирует возможность оппортунистического поведения. Транзакционные издержки, сопровождающие привлечение кредита от сторонних банков, практически нивелируются при внутрихолдинговом финансировании.

Говоря об экономической самостоятельности, отметим, что при внутрихолдинговых трансфертах снижается острота проблемы поиска покупателей. Это позволяет усилиям участникам холдинга сосредоточить усилия на оптимизации собственных издержек при заданных головной компанией производственных ресурсах и конечных направлениях реализации товара.

Теоретическое отражение холдинга в основных исследовательских программах экономической теории.

Исследованию холдинговой проблематики в литературе уделяется пока недостаточно внимания, чем подтверждается необходимость дополнительных теоретических разработок в данной области. Неоклассическое направление изучает фирму как сложившуюся форму, как отправную точку анализа соответствующих рынков. Размеры фирмы (эффект от масштаба) и рыночная власть – это основные проблемы, рассматриваемые в русле неоклассического направления. Какого-либо теоретического определения холдинга или анализа специфики образования

предпринимательских структур в неоклассике не содержится. Действительные примеры из мировой экономики конца XIX века содержатся в теории империализма, которая стала важным шагом в развитии экономических и политических воззрений на концентрацию капитала.

Стратегическая концепция позиционирует фирму в качестве активного участника рыночных отношений, способного не только принимать условия окружающей среды, но и влиять на их формирование. Это смещает акцент в понимании деятельности компании с пассивного реагирования на действительное участие в конституировании основополагающих параметров отрасли. Под этим подразумевается способность компании воздействовать на «правила игры»: например, стимулировать спрос и изменять потребительские предпочтения с помощью маркетинговой политики. Особенности экономической политики государства также могут быть скорректированы путем лоббирования компаниями своих интересов. Рассмотрение холдинга согласно стратегической концепции доказывает, что предмет нашего исследования больше других организационных форм имеет ярко выраженную тенденцию к воздействию на контрактные отношения в отрасли. В российской практике известно влияние крупных холдингов на порядок налогообложения и тарифного регулирования, выделения субсидированных кредитов, изменения банковского законодательства, что является следствием значительного присутствия холдингов в отраслях национальной экономики. Поэтому функционирование холдингов имеет право рассматриваться стратегической концепцией фирмы не только в теоретическом аспекте, но и исходя из сложившейся практики экономических отношений в России.

В поиске теоретического базиса холдинга среди экономических парадигм мы обратились к концепции вертикальной интеграции Оливера Уильямсона, которая объясняет деятельность иерархических структур. Однако, имея представление о сущности холдинговых отношений, нами установлено, что в данном случае не происходит полного замещения рыночных трансакций внутрифирменными, так как взаимодействие в холдинге происходит не только на основе приказов иерархии, но и на основе механизма цен, известного науке как трансфертное ценообразование. Следовательно, модель управления в холдинге тождественна иерархической

структуре, состоящей из последовательных стадий производства с подчиненностью общему корпоративному центру. Но по природе возникающих рыночных и нерыночных трансакций холдинг близок к гибридным институциональным соглашениям, лежащим в пространстве между рынком и фирмой. Мы использовали подход Клода Менара и обнаружили следующие признаки гибридных соглашений в холдингах:

- «специализированность» механизма, означающая его отличие от рыночного и фирменного;
- присутствие элементов рыночного характера отношений между участниками холдинга. Двусторонняя зависимость без полной интеграции свидетельствует об особом нерыночном способе координации между контрагентами при сохранении определенной самостоятельности;
- наличие такого специфического ресурса, как единая технологическая цепочка или иной связующий компонент холдинга, который мотивирует отношения тесной двусторонней зависимости.

Согласно определению К.Менара⁵ организацией следует называть «экономическую единицу координации, обладающую доступными определению границами и функционирующую более или менее непрерывно для достижения цели, разделяемой членами-участниками». Логично применить перечисленные критерии к холдингу и положительно ответить на вопрос о праве считать холдинг видом организации. Мы наблюдаем наличие группы участников, коими являются совокупность дочерних и материнской компаний. Достижение поставленных целей осуществляется согласованно благодаря трансфертному ценообразованию и присутствию элемента иерархии, который является одним из средств координации. Логичным результатом исследования стала выработка определения *холдинга как структурно сложной формы организации предпринимательства гибридного типа,*

⁵ Менар К. Экономика организаций: пер. с франц. М.: Инфра-М, 1996. с. 22.

обусловленной системой технологических связей и включающей совокупность экономических отношений, реализующих интересы его участников.

Эмпирическое обоснование экономических преимуществ холдинга в нефтяной отрасли России.

Для верификации нашей теоретической позиции мы обратились к примеру холдинга из нефтяной отрасли - компании ОАО «Газпром нефть». Данная организация входит в десятку крупнейших компаний России, занимает пятое место по добыче нефти. «Газпром нефть» является держателем акций и мажоритарным акционером еще около тридцати юридических лиц, образующих структуру группы и иерархическую подчиненность. Головное координирующее звено находится в Москве и состоит из профильных департаментов, осуществляющих курирование хозяйственных процессов и повышение эффективности дочерних обществ. При этом производственной деятельности в данной единице не осуществляется, что соответствует роли управляющей компании в холдинговой организации. Связующим элементом интеграционных процессов в холдинге выступает производственная цепочка – разведка, добыча, переработка, продажа конечным потребителям. Направления реализации товара, иначе говоря, распределение материальных потоков в холдинге также задается головным обществом. Это конституирующий механизм, позволяющий объединять хозяйственную деятельность участников холдинга «Газпром нефть» в единую технологическую цепочку производства. Ввиду исключительной важности сырьевых и товарных потоков решение о том, куда реализовывать продукцию внутри холдинга, принимает головное общество, руководствуясь принципами экономической эффективности для всего холдинга и обеспечения технологической загрузки мощностей. Для подтверждения экономических преимуществ участников холдинга проведено анкетирование с целью показать итоговый эффект от присоединения дочерних обществ. Среди респондентов головной компании получен следующий результат:

1. 84% респондентов ответили, что основным преимуществом является увеличение объема производства;
2. 71% указали на экономию издержек (многие упоминали так называемый «синергетический эффект»);
3. 58% отметили расширение ассортимента выпускаемой продукции;
4. 13% посчитали главным достоинством получение доступа на новые рынки.

В целом респонденты логичным образом на первое место ставили именно осязаемые эффекты от покупки нового актива и затем переходили к не столь очевидным факторам. Увеличение выпуска продукции, снижение логистических расходов, доступ к новым рынкам – высказанные нами ранее тезисы о положительных эффектах получили практическое подтверждение. Руководители дочерних обществ отвечали на вопрос о том, какие результаты принесло вхождение в холдинговую структуру. Опираясь на полученные данные, мы наблюдаем определяющую роль загрузки мощностей – 73% опрошенных отметили рост именно этого показателя. Упомянутый факт является следствием участия дочернего предприятия в производственной цепочке. Возможности по расширению инвестиционного процесса в результате доступа к значительным финансовым средствам позволяют дочерним обществам существенно повысить инвестиционную активность, что подтверждено 60% респондентов. Рост заработной платы как преимущество крупной структуры зафиксировано в 32% ответов. Таким образом, мы получили верификацию нашего основного тезиса о том, что участие в холдинге является взаимовыгодным как для головной компании, так и для дочерних обществ.

Формирование инвестиционной стратегии холдинговой организации.

Рассмотрев теоретический материал по инвестиционному процессу, а также ряд конкретных проектов по реконструкции сети АЗС, мы установили характерные особенности инвестиционной стратегии холдинга. *Под инвестиционной стратегией мы понимаем выстроенную иерархию приоритетов по срокам, стоимости и эффективности инвестиционных проектов.* Начальным этапом

является осознание потребности в капиталовложениях. Откуда будет исходить потребность - с «низов» или с «верхов» - зависит от характера инвестиционных преобразований. Холдинг примечателен тем, что компании в его составе имеют свои узкоспециализированные потребности, которые следует учесть при едином для группы целеполагании. Мы установили, что предприятия или подразделения на местах чаще сигнализируют о необходимости реконструкции и покупки нового оборудования взамен устаревшего, так как лучше представляют текущее состояние основных фондов на местах.

Учитывая специфику холдинговой организации, нами установлено, что для успешной реализации инвестиционной стратегии в рамках холдинга потребуется ряд структурных единиц с определенным функциональным набором инструментов. В отличие от небольших компаний, где финансовое планирование целиком замкнуто на генеральном директоре, холдинг может позволить себе иметь обособленное подразделение, в компетенции которого будут находиться вопросы инвестирования. Причем это может быть как отдельное юридическое лицо, так и инвестиционный департамент в составе управляющей компании. Более того, в составе холдинга допускается наличие структуры со строительно-монтажными функциями, ответственной за техническую подготовку и выполнение проектов. В рамках дочерних предприятий происходит формирование потребности в инвестициях, первоначальный анализ и предоставление информации в адрес инвестиционного подразделения материнской компании.

Для рационализации инвестиционного процесса все проекты в рамках холдинга рекомендуем разделить на проекты оперативного и стратегического характера, и использовать возможности холдинговой иерархии по распределению функциональной нагрузки. Проекты малобюджетные, носящие оперативный характер и не оказывающие перекрестного эффекта на других участников холдинга, подлежат инициации и согласованию в пределах дочернего общества. В случае проектов стратегического характера, требующих значительного финансирования, схема взаимодействия усложняется участием головной компании, которая на своем уровне уже имеет возможность сопоставить количественный результат и воздействие на холдинг в целом. Данный тезис полностью

подтверждает нашу точку зрения о специфике холдинга как интегрированной организации с сохранением рациональной автономности дочерних обществ, о чем свидетельствует и формирование инвестиционной стратегии.

Применение стандартных критериев оценки эффективности инвестиционных проектов имеет определенное преломление в холдинге. Например, расчет NPV по холдингу представляет собой сумму NPV текущих инвестиционных проектов, а IRR может быть рассчитан по каждой бизнес-единице и сравним со средним значением по холдингу. Однако на наш взгляд, важнее то, что проект должен соответствовать стратегическим направлениям и областям деятельности самого холдинга, быть соразмерным масштабу других проектов компании, удовлетворять требованиям диверсификации бизнеса. Следование данному правилу позволяет констатировать специфику инвестиционной стратегии холдинга в сравнение с отдельной компанией. Например, отдельно взятый проект имеет положительный дисконтированный эффект, но его реализация потребует отказа от взаимодействия на инфраструктурной основе с другими предприятиями холдинга. Последующее нарушение производственной цепочки затронет связанных в технологическом цикле других участников, что негативно скажется на консолидированном результате организации. Поэтому ошибочным является шаблонное копирование методологии оценки эффективности проекта и рассмотрение его в отрыве от влияния на системообразующие связи холдинга.

По результатам оценки эффективности формируется портфель инвестиционных проектов холдинга, составляющий его инвестиционную стратегию. Особенностью по отношению к портфелю проектов финансового сектора является более низкая ликвидность и больший объем связанных оборотных средств ввиду высокой капиталоемкости и отсутствия возможности скорого перераспределения средств из одного проекта в другой. Также мы наблюдаем как региональную дифференциацию проектов, так и их дифференциацию по формату планируемой автозаправочной станции, что является характерной особенностью инвестиционной стратегии холдинга, имеющего активы в разных звеньях производственной цепочки.

Рассмотренный пример включения проектов нового дочернего общества в инвестиционную стратегию холдинга «Газпром нефть» позволяет оценить положительный эффект для его участников. Войдя в состав холдинга, сбытовые активы получают доступ к финансовым ресурсам для инвестирования. Финансирование проектов планируется осуществлять за счет заемных средств, привлеченных холдингом «Газпром нефть» как крупным постоянным клиентом на выгодных условиях. Во-вторых, при строительстве новых АЗС они могут рассчитывать на технологии и опыт остальных АЗС холдинга, что является немаловажным конкурентным преимуществом. С другой стороны, холдинг получил возможность расширить географию сбыта и увеличить присутствие на рынке.

Важнейшим вопросом при рассмотрении инвестиционной стратегии холдинга является механизм ее финансирования. Данный аспект в рамках холдинговой организации получил особенное отражение, которое мы классифицируем как наличие так называемого «внутреннего» рынка капитала в холдинге, когда контроль над финансированием полностью у управляющей компании, а предприятиям остается функция реализации преобразований и капиталовложений. Внутренний рынок капитала представляет собой некую сумму средств, находящуюся в распоряжении управляющей компании и подлежащую распределению между дочерними организациями, так как координации финансовых потоков является одной из основных функций материнского общества. Мы установили, что ключевым различием между внутренними и внешними рынками финансирования является то, что в холдинге как во внутреннем рынке, кредитором выступает головная компания, имеющая решающее влияние на активы дочерних предприятий, что повышает стимулы к эффективности всей инвестиционной политики. Во-первых, финансирование из средств холдинга является более доступным инструментом, так как процентная ставка по внутренним займам обычно ниже рыночной, что в период финансовой нестабильности способствует сохранению инвестиционной активности. Данный пункт приобретает актуальность в период сегодняшнего экономического кризиса, ведь для управляющей компании важен не полученный процент от участников

холдинга, а достигнутая в итоге цель инвестиционной стратегии. Во-вторых, трансакционные издержки, сопровождающие привлечение кредита от сторонних банков, практически нивелируются при внутрихолдинговом финансировании. В-третьих, управляющая компания в рамках внутреннего рынка финансирования получает возможность концентрировать и отслеживать движение заемных средств, поддерживая положительную кредитную историю холдинга. Таким образом, особенности инвестиционной стратегии холдинга являются прямым следствием специфики самой холдинговой организации. Поэтому полагаем, что любому инвестиционному проектированию в данной структуре должно предшествовать выявление и анализ объективных характеристик конкретной организационной формы.

Рекомендации по совершенствованию институциональной среды функционирования холдинга и оптимизации его инвестиционной стратегии в условиях мирового экономического кризиса.

В ходе исследования установлены две ключевые особенности институционального сопровождения деятельности холдингов в российской экономике. Во-первых, отсутствие закреплённого понятия холдинга и его структуры; во-вторых, фрагментарное упоминание в различных нормативных положениях. Следует отметить, что сама отрасль корпоративного права является достаточно новой в нашей стране и находится пока в стадии совершенствования. Если проанализировать причины такой изменчивости правового поля, то выявится довольно отчетливая тенденция. В ее основе лежит постфактумное создание законов вслед за доминированием какой-либо организационной категории в экономике. Так, Закон «О финансово-промышленных группах» от 30 ноября 1995 г. был призван внести рациональность в отношения быстро распространяющихся групп лиц в российской экономике, однако к 2007 году утратил свою актуальность и был отменен. Как представляется, развитие правового поля было реакцией на происходившие события и носило не превентивный характер, а фиксировало уже неформально сложившиеся элементы. В определенный момент этот разрыв стал отчетливо заметен, особенно когда примеры межфирменных связей стали

заимствоваться из западной экономической среды. Поэтому отсутствие закона о холдингах, на наш взгляд, есть следствие недостаточной теоретической разработанности холдинговой проблематики.

Общая изменчивость российской институциональной среды оказывает двойственное влияние: с одной стороны, не ограничивая распространение являющихся по своей сути, но не оформленных юридически, холдинговых организаций, с другой – создавая последующую неоднозначность трактовок регулируемыми органами в отношении данных групп лиц. Анализируя нормативную литературу, мы установили, что лишь в одном действующем акте (ФЗ от 2 декабря 1990 г. N 395-I «О банках и банковской деятельности»), содержится прямое указание на холдинги, но образованные в банковской сфере. В законе дается обоснованная трактовка управляющей компании в структуре холдинговых отношений, удовлетворяющая теоретическому представлению, выполненному в нашей работе. Поэтому при разработке институциональной нормы регулирования холдингов в промышленной сфере считаем возможным использовать некоторые положения Закона «О банках и банковской деятельности».

Отношения экономической субординации также требуют фиксации их институциональной основы, однако общие недостатки российских нормативных актов – нечеткость понятий и неоднозначность трактовок – стали причиной существования различных определений подконтрольных компаний. В первую очередь, не получили должного разграничения на практике понятия «дочернего» и «зависимого» обществ, поэтому законодателю требуется определиться, насколько обоснованно сохранение обоих терминов в институциональной среде. Есть противоречия между Гражданским и Налоговым кодексом в части понимания территориальных подразделений: последний занимает более жесткую позицию, требуя обязательной регистрации территориальных подразделений независимо оттого, признаются ли они основным обществом или нет. Если придерживаться основного смысла налогового законодательства как структурирование экономической деятельности, приносящей бюджетный доход, то постановка территориального подразделения на налоговый учет по месту нахождения кажется излишней бюрократической мерой – все требуемые выплаты осуществляются

самой компанией. Поэтому существующий на настоящий момент пункт выглядит лишь как возможность межрегиональной алокации налоговых поступлений, что, на наш взгляд, наталкивает на необходимость пересмотра или упразднения в Налоговом кодексе. Однако Гражданский кодекс необходимо дополнить уже имеющимся в Налоговом кодексе определением территориально обособленного подразделения, расширив возможности институционализации холдингов.

Рассмотрев проблематику составления консолидированной отчетности холдинга взамен представления каждым участником, мы делаем вывод, что российское финансовое право не конкретизирует в достаточной степени аспекты деятельности группы лиц. Признаком, позволяющим проводить консолидацию согласно Положениям по бухгалтерскому учету, является владение преобладающей долей в уставном капитале. Анализ аналогичных норм западных стандартов финансовой отчетности показывает, что критерием экономической субординации следует считать не только наличие формальных количественных признаков владения, но и сам факт решающего воздействия на другой хозяйствующий субъект, откуда бы оно не проистекало, что следует использовать и при институциональном проектировании в России. Одним из краеугольных аспектов функционирования интегрированных структур является вопрос соблюдения антимонопольного законодательства. В основополагающем документе российского регулирования – Законе «О защите конкуренции» - используется понятие «группы лиц», раскрывающееся через призму перечисления формальных признаков взаимозависимости, а предпринимательские объединения трактуются как «лица, являющиеся участниками одной и той же финансово-промышленной группы». Хотя, как нам уже известно, Закон «О финансово-промышленных группах» с определением данных структур утратил свою силу. Поэтому мы можем констатировать, что регулирование холдингов как отдельной категории в соответствии с российским антимонопольным законодательством не существует и представлено общими характеристиками группы лиц. Отсутствие институциональной категории ведет к излишней бюрократизации процесса, когда при непосредственном интересе антимонопольных органов холдингам следует каждый раз предоставлять обширный перечень материалов, объясняющих не

столько сам предмет интереса, сколько организационную форму взаимодействия и ее особенности. Высказанный тезис актуален при необходимости одобрения со стороны ФАС сделок слияния и поглощения, когда ходатайство или уведомление подается вместе с внушительным комплектом документов, на рассмотрение которых регулятору согласно действующему законодательству отводится до 30 дней, что непозволительно долго в нынешних условиях, когда ряд предприятий во избежание финансовой несостоятельности ищут покупателя своих активов. Для ускорения процессов согласования следует либо сократить перечень сделок, требующих уведомительного порядка взаимоотношений с ФАС, либо уменьшить количество предоставляемых документов.

Мы показали, что институциональное воздействие государства может иметь как отрицательный, так и положительный эффект. Применительно к холдингам необходимо отметить шаги, направленные на поддержку нефтяной отрасли (напомним, что большинство ее игроков являются организациями холдингового типа). Для снижения налогового бремени и стимулирования разработки новых нефтеносных участков принято решение об обнулении ставки налога на добычу полезных ископаемых по ряду месторождений. Для развития нефтепереработки внутри страны рассматривается вопрос об уравнивании экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты (к последним относится мазут, низкая ставка пошлин на который делает эффективным его поставки на мировой рынок и не стимулирует развитие технологических процессов на НПЗ). Одновременно происходит ужесточение экологических требований по качеству топлива, что накладывает дополнительные обязательства на нефтяные холдинги по усовершенствованию перерабатывающих мощностей.

Анализ зарубежной практики институционального сопровождения деятельности холдингов позволил выявить ряд полезных характеристик, имеющих потенциал применения и в российской среде. Американское право дает более широко применение критерия зависимости, опираясь, в том числе, и на влияние на совет директоров подконтрольного общества. Континентальное европейское право переживает унификацию институциональных норм и находится на пути частичной либерализации вертикальных соглашений в случае с высокоэффективными

компаниями, с помощью которых европейская промышленность может успешно конкурировать на мировом рынке.

Для совершенствования институциональной среды функционирования холдингов в России мы предполагаем два способа, не исключающих их взаимное применение. Во-первых, временным улучшением ситуации должна стать коррекция уже имеющихся нормативных определений, относящихся к группе зависимых лиц. Так, следует обратить внимание на детальную проработку составляющих признаков экономической субординации, позволяющих классифицировать отдельные юридические общества на материнское, дочернее и зависимое. В вопросах регистрации данных обществ требуется достичь согласованности позиций Налогового и Гражданского кодексов. Антимонопольное законодательство логично было бы дополнить перечнем современных форм предпринимательских объединений, а для интеграции и соответствия мировым стандартам в финансовые нормы следует включить дополнительные признаки взаимозависимости.

Однако главным направлением следует считать институциональную фиксацию термина и создание основополагающего закона о холдингах. Характеристика, позволяющая определить, какие субъекты будут регулироваться данным положением, содержится в первой главе и опирается на признаки холдинга: иерархическая структура, построенная на отношениях экономической субординации на основе владения контрольным пакетом акций либо другим элементом доминирования; интеграция предприятий на базисе определенного экономического компонента; сохранение юридической и частично производственной самостоятельности дочерних обществ; и юридическое и территориальное обособление от производственного процесса управляющей компании. Предписываемое новой нормой действие должно содержать описание тех ситуаций, в которых поведение холдингов будет отлично от реакции других экономических агентов. В первую очередь, это элементы, касающиеся ведения консолидированной отчетности, ответственности по налоговому законодательству в части уплаты налога на прибыль, трансфертного ценообразования и НДС. Конкурентная политика также должна иметь возможность оперировать понятием

«холдинг» при рассмотрении доли на рынке товара, обеспечения недискриминационного доступа и одобрения сделок слияния и поглощения. Полномочиями гаранта нормы предлагаем наделить профильное ведомство Министерства промышленности и торговли, но считая данный вопрос пока открытым к обсуждению.

Выполнение высказанных рекомендаций по совершенствованию институциональной среды будет способствовать реализации очевидного потенциала холдингов в российской экономике, что особенно востребовано в период кризисных явлений в экономике.

Естественным последствием кризиса стала ревизия и обновление инвестиционных стратегий. Перед руководством компаний встали два вопроса: во-первых, какие инвестиции секвестировать в условиях сжатия рынка заемных средств, а во-вторых, каким образом, те средства, которые будут направлены в виде капиталовложений, расходовать наиболее эффективно. Можно констатировать, что возникшая дилемма обусловила новый виток интереса к инвестиционной теории как со стороны научного мира, так и со стороны предпринимательства. Последний аспект нашел свое преломление через коррекцию целей и инструментов инвестиционной стратегии.

Ключевой особенностью инвестирования в 2010 г. становится высокий уровень неопределенности в отношении цены сырьевых активов и состояния финансовых рынков, как следствие – возможное изменение лимита финансирования в течение года, что актуализирует задачу построения сценариев развития в зависимости от влияния внешней среды. Так, при ухудшении конъюнктуры холдинг перейдет на сокращенный вариант инвестиционной программы, предусматривающий реализацию проектов, направленных на поддержание основных фондов. Отказ от их исполнения может привести к невыполнению предписаний регулирующих органов, нарушения исправности оборудования или негативным экологическим последствиям. В качестве ответной меры предприятиям холдинга необходимо предусмотреть соответствующие элементы гибкости (в контрактах, заказах оборудования, планах разработки), чтобы динамично управлять инвестициями в течение 2010 г.

При улучшении экономической ситуации холдинг получает возможность включения дополнительных проектов в инвестиционный портфель. Таким образом, перед руководством холдингом стоит задача разработать четкий критерий перехода к вариантам, и рассчитать пороговые значения. Предпочтительным является поиск того экзогенного фактора, влияние которого решающим образом отражается на выручке компании. Содержание данного элемента имеет явную отраслевую специфику, но должно удовлетворять требованию измеримости: для сырьевых компаний – цены на экспортируемые товары; для банков – уровень процентных ставок.

Следовательно, задача управления инвестициями в 2010 г. существенно усложняется: если в 2009 г. целью большинства российских холдингов было оптимизировать портфель проектов, оставив только самые необходимые, то в 2010 г. необходимо не только уложиться в жесткие рамки финансирования, но и создать возможности для развития. Поэтому адекватная условиям инвестиционная стратегия холдинга должна перейти от планирования и выполнения статичных задач к необходимости коррекции в зависимости от динамики внешних условий. Таким образом, мы пришли к выводу, что даже в условиях негативного воздействия мирового кризиса, холдинг имеет в своем активе механизмы для выполнения намеченных целей. Их практическую эффективность в силу временной специфики капиталовложений в реальный сектор еще только предстоит оценить, что убеждает нас в перспективности продолжения дальнейших научных разработок инвестиционной проблематики в сочетании с совершенствованием теоретического представления и гармонизацией институционального сопровождения функционирования холдингов в современной экономике.

Список работ, опубликованных по теме диссертации

1. Бродский Д.А. По-английски «холдинг», а по-русски? К экономическому содержанию холдингов // Российское предпринимательство. М.: 2009. №1. – 0,3 п.л. (Журнал, рекомендованный ВАК).
2. Бродский Д.А. Порассуждаем о том, что такое холдинг. Неоинституциональный анализ холдинговых отношений // Российское предпринимательство. М.: 2009. №2. – 0,35 п.л. (Журнал, рекомендованный ВАК).
3. Бродский Д.А. Инвестиции в оборотный капитал: отличительные свойства и их проявление в российской экономике // "Ломоносов 2006". Международная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых по фундаментальным наукам. Тезисы докладов. / Под общ. ред. В.Н. Сидоренко. - М.: МГУ, 2006. – 0,2 п.л.
4. Бродский Д.А. Холдинг и его инвестиционная стратегия как пример межфирменного взаимодействия // Актуальные проблемы современной экономики России на микро- и макроэкономических уровнях: сборник научных работ аспирантов / под ред. Хубиева К.А. – М.: МГУ, ТЕИС, 2008. – 0,95 п.л.