

УДК 336.647.2

## ФИНАНСОВАЯ АРХИТЕКТУРА РОССИЙСКИХ ГРУПП КОМПАНИЙ

*Н. В. Горцева*

## THE FINANCIAL ARCHITECTURE OF RUSSIAN BUSINESS GROUPS

*N. V. Gortseva*

В статье рассмотрена концепция финансовой архитектуры групп компаний, предложенная в 1999 году С. Майерсом, и приведена методика оценки основных характеристик финансовой архитектуры применительно к российской экономике. Методика основывается на данных сети Интернет и включает основные характеристики финансовой архитектуры, такие как: форма и концентрация собственности, форма корпоративного управления и контроля, намерения и причины создания, размер, в том числе количество и типы видов деятельности группы, а также способы финансирования и взаимодействия с финансовыми институтами. На основе оценки и анализа количественных характеристик составлена типовая финансовая архитектура российских групп компаний. Отличительной чертой данной архитектуры считаем перекрестное финансирование финансовых ресурсов внутри группы, механизм прогнозирования которого также приведен в работе. Функция расчета прогнозного коэффициента представляет собой оптимизационную задачу по нахождению наилучшего значения, исходя из данных экспертной оценки, анализа временных рядов и соблюдения лимитов выдачи.

The paper discusses the conception of financial architecture of business groups proposed by S. Myers in 1999. We offer the methodology to evaluate the main characteristics of financial architecture of Russian business groups. The methodology bases on data from Internet and includes the main characteristics of financial architecture such as: form and concentration of ownership, form of corporate governance and corporate control, incentives and reasons of creation, size, including amount and types of activities, as well as sources of financing and interaction with financial institutes. On the basis of the data the typical financial architecture of Russian business groups was constructed. Its distinctive features is suggested to be the cross-financing of financial resources; the mechanism of prognosis is proposed as well. The function of its calculation is, in fact, the optimization problem to find the best value in accordance with expert opinion, time series analysis and compliance of limits of financial resources.

**Ключевые слова:** группа компаний, корпоративные объединения, финансовая архитектура, перекрестное финансирование.

**Keywords:** business groups, corporations, financial architecture, cross-financing.

Группы компаний, или, как чаще можно встретить в российской экономической науке, корпоративные объединения, уже давно заняли особое место в экономической науке. Рональд Коуз еще в 1937 г. отметил, что они занимают промежуточное место между фирмами и рынками [6]. Многообразие организаций в их составе, очевидно, требует применения интегрированного подхода к их изучению с целью достижения наибольшей эффективности деятельности.

В основу интегрированного подхода к оценке эффективности деятельности компании положена концепция финансовой архитектуры, впервые предложенная в 1999 г. С. Майерсом [5]. Майерс определяет финансовую архитектуру компании как совокупность ее финансовых характеристик, таких как: форма собственности, правовая форма организации бизнеса, стимулы, источники финансирования и механизмы распределения риска. По его мнению, она связана также с корпоративным управлением (кто руководит бизнесом?), а отчасти – и с корпоративным контролем (как сделать так, чтобы менеджеры действовали в интересах акционеров?). Кроме того, финансовая архитектура связана с финансовыми институтами [1].

С. Майерс отмечает, что корпоративная финансовая теория и практика развивалась в рамках определенной финансовой архитектуры: публичной корпо-

рации в таких странах, как США и Великобритания, т. е. странах с хорошо развитыми, безопасными рынками [1]. Однако он отмечает, что даже в этих странах существуют и другие успешно функционирующие финансовые архитектуры. Он подчеркивает, что финансовая архитектура, зависящая от активных и устойчивых к риску рынков, в свою очередь также зависит от адекватной информации, такой как: финансовые отчеты, базовая защита инвесторов, неразрывность контрактов, а также закон и правосудие в целом.

М. Барклай и К. Смит в своей работе применяют данный термин, рассматривая вопрос корпоративного финансирования. Они отмечают, что финансовая архитектура компании в первую очередь определяется ее инвестиционными возможностями [3]. Компании с высоким коэффициентом отношения рыночной к балансовой стоимости («растущие компании») предпочитают использовать меньше заемного капитала по сравнению с компаниями с низким коэффициентом. Кроме того, они высказывают мнение, что размер компании (измеренный как совокупная капитализация) имеет систематический эффект на ее финансовую архитектуру. Маленькие компании имеют доступ лишь к краткосрочному банковскому кредитованию, в то время как крупные компании часто прибегают к государственному долгу и векселям.

Д. Кассимон и П.-Ж. Энгелен рассматривают вопрос влияния правовых и институциональных барьеров на формирование оптимальной финансовой архитектуры фирм «новой экономики» в развивающихся странах [4]. Адекватная финансовая архитектура обычно включает механизмы с такими встроенными характеристиками, как использование финансовых инструментов, типичных для собственного капитала (конвертируемые облигации или облигации с процентным купоном), а также использование фондов. Они считают, что финансовая архитектура также может быть настроена, чтобы приспособиться к различным типам фирм в условиях новой экономики.

Российскими экономистами данная концепция пока еще мало изучена. В своей работе А. Н. Степанова рассматривает влияние финансовой архитектуры компании на ее эффективность [2]. Среди факторов,

имеющих прямое влияние на стратегическую эффективность, она называет следующие: концентрацию собственности (выраженную долей акций в руках акционеров, вовлеченных в процесс управления), качество корпоративного управления, темп роста; обратное влияние – структуру капитала и размер компании. Автор также высказывает мнение, что обратная зависимость стратегической эффективности от концентрации собственности может иметь место в странах с растущими рынками капитала в случае неразвитости законодательства, которое позволяет крупным собственникам ущемлять права миноритариев, извлекая частные выгоды контроля.

Обобщим все вышеназванные характеристики в облако ключевых слов финансовой архитектуры (рис. 1).



Рис. 1. Облако ключевых слов понятия «финансовая архитектура»

Исходя из набора ключевых слов представляется целесообразным дополнить определение финансовой архитектуры группы компаний, данное С. Майерсом: это целостная модель группы компаний, включающая форму и концентрацию собственности, формы корпоративного управления и контроля, намерения и причины создания, размер, в том числе количество и типы видов деятельности группы, а также способы финансирования и взаимодействия с финансовыми институтами.

Следует отметить, что такие виды корпоративных объединений, как холдинг, ассоциация, концерн, производственное объединение, финансово-промышленная группа, корпорация, представляются ничем иным, как типами групп компаний в зависимости от характеристик финансовой архитектуры.

Для оценки основных характеристик финансовой архитектуры групп компаний в России была построена выборка на основе данных сети Интернет. Методика построения выборки основывается на поиске официальных сайтов компаний по ключевым словам «группа компаний», «холдинг», «финансово-промыш-

ленная группа». Данные запросы являются смежными и часто встречаются в описании компаний одновременно. Это является, прежде всего, следствием отсутствия четкого законодательного определения данной формы корпоративного объединения.

Критериями отбора компаний в выборку являются следующие параметры:

- соответствие ключевым словам в запросе;
- местонахождение в Российской Федерации;
- наличие обновлений информации на сайте минимум за последние 3 года.

Целью построения выборки является оценка количества групп компаний и холдингов в России.

Для того чтобы получить наиболее полный список, группы компаний и холдинги были оценены отдельно. Было сделано 9 запросов, распределенных по времени и методике поиска. Запросы производятся в различных поисковых системах («Яндекс», «Google»), в различные даты и сравниваются с предыдущими и последующими выборками.

По итогам сравнения сформирован список групп компаний и холдингов с последующим выделением

компаний, повторяющихся в обоих списках. В итоге была сформирована выборка в размере 2270 групп компаний.

Данный метод, безусловно, имеет свои ограничения, а именно:

- при поиске в первую очередь выводятся компании региона пользователя, если не указать иное;
- наличие компаний со схожими названиями;
- в поиск часто попадают результаты из публикаций журналов, из рефератов, из банка вакансий;
- максимальный размер вывода – 1000 результатов при объеме в несколько миллионов ответов (тем не менее с приближением конца поисковой выборки релевантность падает, число повторов возрастает).

Для того чтобы учесть данные ограничения, размер погрешности был принят на уровне 15 %, что увеличило количество групп компаний и их прогнозируемая цифра составила более 2600 штук.

Для целей дальнейшего анализа был определен размер достаточной выборки, которая может позволить с определенной долей достоверности судить о характеристиках генеральной совокупности. При доверительной вероятности 95 % и доверительном интервале  $\pm 5$  % размер достаточной выборки составит 329 штук. Для получения такой выборки была выбрана каждая седьмая компания, входящая в генеральную выборку.

Для всех корпоративных объединений, попавших в выборку, были проанализированы следующие характеристики, имеющие отношение к элементам их финансовой архитектуры:

- вид деятельности;
- год создания;
- тип группы;
- размер группы;
- количество организаций, входящих в группу;
- наличие управляющего общества (головной компании);
- наличие в составе финансовой, кредитной или инвестиционной организации;
- наличие в составе банка;
- наличие в названии определений «холдинг», «группа компаний», «финансово-промышленная группа».

Вид деятельности определялся на основе информации на официальном сайте компании. В случае отсутствия единого вида деятельности группы компаний видом деятельности была признана деятельность, которую осуществляет большинство предприятий объединения. При наличии большого количества разнообразных видов деятельности и невозможности их обобщения указывалось, что данная группа компаний практикует диверсификацию.

По данным сайта выявлен год создания объединения с последующим распределением по следующим периодам: «перестройка» (1989 – 1991 года), «постсоветский период» (1992 – 1998 года), «посткризисный период» (1999 – 2005 года), «новое время» (2006 – настоящее время). В случае отсутствия данных в каких-либо источниках указывалось «н/д» («нет данных»).

Тип группы определялся по следующим критериям:

- вертикальный: сосредоточение в разных компаниях группы звеньев одного производственного процесса;
- горизонтальный: совокупность несвязанных между собой фирм, диверсифицированных по продукту либо территориальному признаку;
- диверсифицированный: наличие большого количества разнообразных видов деятельности, не связанных в единый воспроизводственный процесс.

В литературе часто указывается четвертый тип (смешанный), однако он представляется ничем иным, как диверсифицированным типом группы компаний. В случае наличия на сайте информации о принадлежности объединения к тому или иному типу указанный тип группы компаний все равно проверялся на соответствие указанным выше критериям.

Количество организаций, входящих в группу, оценивался на основе информации о структуре группы компаний или холдинга, в отсутствие таковой – по количеству организаций, названия которых упоминаются в описании группы компаний/холдинга. Стоит отметить, что, как правило, информация, заявленная на сайте, отличается от действительности и в группу компаний/холдинг входит большее количество организаций, чем это отражено на официальном сайте. Это в большей степени соответствует крупным объединениям, которые официально представляют лишь крупные организации, входящие в их состав. В случае отсутствия информации указывается «нет данных».

Управляющим обществом для целей исследования признавалась организация, осуществляющая исключительно функции управления группой и являющаяся центром инвестиций всего объединения. Доминирующее общество (например, в производственных корпорациях) к учету не принимается.

В составе группы компаний нередко присутствуют организации, которые занимаются исключительно финансовой и инвестиционной деятельностью. К таким организациям относятся кредитные учреждения, страховые организации, инвестиционные компании, а также организации, имеющие в своем названии четкое указание на род деятельности (инвест, финанс). Наличие таких организаций оказывает существенное влияние на перераспределение финансовых ресурсов внутри группы компаний/холдинга и является существенной характеристикой их финансовой архитектуры.

Размер группы компаний (микро, малый, средний, крупный) определяется аналитическим путем оценки по следующим критериям:

- количество и размер организаций, входящих в состав;
- годовой оборот и объем выручки;
- география деятельности;
- благосостояние собственников;
- масштаб осуществляемой деятельности.

Первым важным моментом для понимания финансовой архитектуры российских групп компаний является год их создания и, соответственно, принадлежность к тому или иному периоду экономической истории России. Наибольшее количество групп ком-

паний, в основном крупных, было создано в постсоветский период 1992 – 1998 гг. Это явилось результатом приватизации ряда государственных предприятий с последовавшими за ней укрупнением и/или диверсификацией деятельности. Вторая волна – это послекризисный период 1999 – 2005 гг., период создания многих крупных и средних групп компаний. В период «нового времени» (с 2006 по настоящее время) создавались в основном средние и малые группы компаний.

В части размера преобладают группы компаний крупного размера (52 %), на втором месте идут средние группы компаний (36 %). Малые и микро-группы представлены небольшим количеством, поскольку если и объединяют несколько предприятий, то чаще называются просто «компанией», нежели более громким словосочетанием «группа компаний».

Наибольшую долю среди всего числа групп компаний занимают диверсифицированные группы (63 %). Нередко в официальной информации на сайтах групп они указываются как вертикально-интегрированные, однако, согласно критериям, указанным выше в методике, они принадлежат именно к группе диверсифицированного типа вследствие наличия в составе организации, занимающейся иной деятельностью, нежели группа в целом.

Результаты исследования показали, что 77 % групп компаний в своем составе имеют управляющее общество. Несмотря на наличие вида деятельности по ОКВЭД «Деятельность по управлению холдинг-компаниями», управляющее общество группы редко имеет данную формулировку. Группы, не имеющие в своем составе управляющее общество, являются, как правило, либо некоммерческими, либо производственными объединениями.

58 % организаций имеют в своем составе ту или иную финансовую организацию. В 5 % случаев такой организацией является банк, при наличии более 50 % (а чаще и вовсе 100 %) акций данного банка такой банк можно назвать «карманным» банком. Через него проходят все финансовые потоки группы. В иных случаях это организации, имеющие в своем названии приставки «инвест», «финанс» и осуществляющие деятельность по сдаче имущества (как правило, имущество группы) в аренду, финансового посредничества, операции с недвижимостью и др.

Обобщим полученные количественные результаты с целью получения определения типичной финансовой архитектуры российской группы компаний (рис. 2).

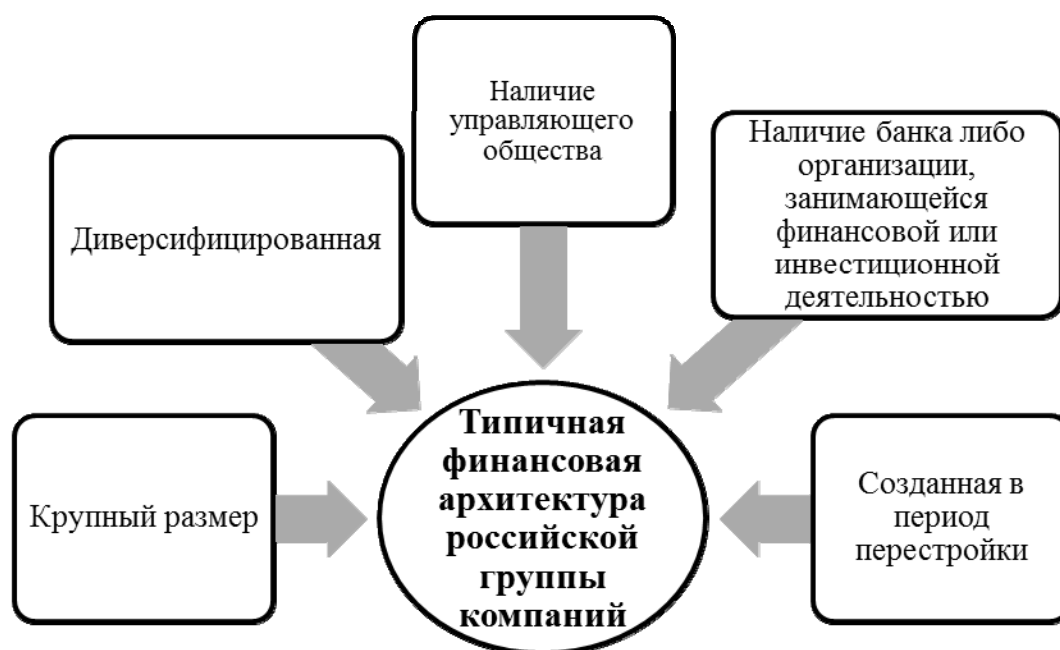


Рис. 2. Типичная финансовая архитектура российской группы компаний

Понимание характеристик финансовой архитектуры группы компаний важно для дальнейшего планирования ее деятельности. Одним из элементов такого планирования может выступать прогнозирование объемов перекрестного финансирования между бизнес-единицами группы.

Под перекрестным финансированием будем понимать механизм перераспределения средств внутри группы компаний. Схема организации финансовых потоков на основе перекрестного финансирования и субсидирования имеет место в группах компаний с достаточно высоким уровнем интеграции дочерних компаний и характерно для групп с типовой финансо-

вой архитектурой. В качестве коэффициента перекрестного финансирования организации, определяющего объем перераспределяемых ресурсов, будем считать соотношение финансовых вложений и займов и кредитов.

Коэффициент перекрестного финансирования позволяет проследить в динамике возможности отдельных дочерних предприятий по субсидированию других дочерних компаний и проектов группы компаний. Он позволяет планировать инвестиционные возможности группы компаний в целом и постоянно соизмерять инвестиционные вложения с бюджетом, одновременно анализируя и возможности перекрестного

финансирования, и комплексные риски, и взаимодействие проектов компании.

Можно выделить 2 группы организаций в зависимости от значения данного коэффициента:

- Доноры:  $K_{пф} > 1$ .
- Реципиенты:  $K_{пф} \leq 1$ .

Для целей прогнозирования оптимальной величины коэффициента перекрестного финансирования могут использоваться следующие методы: метод экспертных оценок, метод экстраполяции, метод моделирования.

Метод экспертных оценок основывается на накопленном опыте менеджеров о состоянии дел в организации и позволяет установить коэффициент исходя из инсайдерской информации.

Метод экстраполяции базируется на тенденции изменения коэффициента за предыдущие периоды, при сохранении роли каждой конкретной организации в перераспределении финансовых ресурсов.

– Организация-донор имеет избыток финансовых ресурсов (что может выражаться в высоких коэффициентах финансовой независимости и ликвидности) как вследствие наличия большого количества собственных средств, так и более легкого доступа к банковскому и прочему кредитованию ввиду своей высокой репутации.

– Организация-реципиент, соответственно, имеет недостаток собственных средств, малый доступ к кредитным ресурсам, что закономерно отражается на значениях ее коэффициентов.

#### Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. 2-е рус. изд. (пер. Н. Барышниковой с 7-го Междунар. изд.). М.: Олимп-Бизнес, 2008.
2. Степанова А. Н. Влияние финансовой архитектуры компании на ее эффективность в условиях растущих рынков капитала: автореф. ... канд. экон. наук. М.: ГУ ВШЭ, 2009.
3. Barclay M. J., Smith C. W. On Financial Architecture: Leverage, Maturity, And Priority // Journal of Applied Corporate Finance. 1996. № 4. P. 4 – 17.
4. Cassimon D., Engelen P.-J. Legal and institutional barriers to optimal financial architecture for new economy firms in developing countries // Discussion Paper No. 2002/90. UNU/WIDER. P. 1 – 31. Режим доступа: <http://www.wider.unu.edu/stc/repec/pdfs/rp2002/dp2002-90.pdf> (дата обращения: 30.09.2014).
5. Myers S. Financial Architecture // European Financial Management. 1999. Vol. 5. P. 133 – 141.
6. Samphantharak K. Internal Capital Markets in Business Groups // University of Chicago Working Paper. 2002. Режим доступа: <http://cier.uchicago.edu/papers/students/krislertthesis.pdf> (дата обращения: 30.09.2014).

#### Информация об авторе:

**Горцева Наталья Викторовна** – соискатель кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета, [NV.Sotnikova@gmail.com](mailto:NV.Sotnikova@gmail.com).

**Natalia V. Gortseva** – post-graduate student at St. Petersburg State Economic University.

(**Научный руководитель: Добросердова Ирина Игоревна** – кандидат экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета, [dobroserdova@mail.ru](mailto:dobroserdova@mail.ru)).

**Dobroserdova Irina I.** – candidate of economic science, professor, Chair of corporate finance and business evaluation, Saint-Petersburg State Economic University).

Статья поступила в редколлегию 31.10.2014 г.