

## ВЫГОДЫ И УГРОЗЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Рассмотрены уровни взаимозависимости корпоративных структур и финансовых рынков, противоречивость формирования и развитие этих отношений на примере развивающейся экономики России, угрозы взаимодействия отечественных корпораций и финансовых рынков в условиях интеграции в мировое экономическое пространство.

**Ключевые слова:** корпоративное управление; глобализация; институциональный анализ.

Степень развитости и устойчивость функционирования финансовых рынков имеют решающее значение для эффективного функционирования корпоративных структур, поскольку, в силу своей двойственной природы, корпорация всегда представляется во взаимосвязи реального и финансового секторов в рамках экономической системы. С одной стороны, основой хозяйственной деятельности корпорации является промышленный капитал, с другой стороны, он представлен на уровне «фиктивного капитала» в ценных бумагах.

Взаимозависимость отношений корпоративных структур и финансовых рынков проявляется на двух уровнях: на организационно-экономическом и институциональном. Экономическое содержание отношений на первом уровне проявляется в постоянной необходимости самовозрастания корпоративного капитала посредством доступа к ресурсам соответствующих рынков. Фондовый рынок и рынок банковского капитала как ключевые элементы финансовой системы являются для корпорации альтернативными источниками финансирования хозяйственной деятельности.

Каждый из этих рынков имеет свою принципиальную заинтересованность в отношениях с корпорациями. Взаимовыгодная заинтересованность банковского капитала и корпораций состоит в том, что первые получают долгосрочное, надежное приложение своего капитала, а вторые – возможность в полной мере реализовать свое преимущество в построении крупных, технически оснащенных, капиталоемких производств. В свою очередь, фондовый рынок позволяет привлечь значительные финансовые ресурсы в виде сбережений физических и юридических лиц через разветвленную сеть финансовых посредников. Фондовый рынок, включая в себе механизмы саморегулирования, позволяет также минимизировать затраты, связанные с перераспределением ресурсов, направляя их туда, где выше уровень капитализации. Диверсификация отношений с финансовыми рынками стимулирует конкуренцию между ними, и риск потерь, связанных с колебаниями конъюнктуры на одном из них, может быть компенсирован определенными выгодами от использования другого.

Вместе с тем способность финансовых рынков как элементов рыночной инфраструктуры создавать конкурентные условия и возможности для самовозрастания корпоративного капитала напрямую влияет на уровень организационных изменений в корпоративных структурах. В случае неразвитости или неустойчивости финансовых рынков корпоративный капитал может реализовать свою целевую установку на самовозрастание посредством построения интегрированных структур с применением гибридных инструментов координации,

т.е. за счет объединения капиталов и концентрации производственных ресурсов.

На институциональном уровне взаимосвязь корпоративных структур и финансовых рынков проявляется в том, что финансовый рынок как неотъемлемый элемент институциональной архитектуры корпоративной собственности создает целый комплекс институционально-экономических стимулов, необходимых для сбалансированности системы корпоративных отношений в рамках реализации собственниками своих правомочий. В частности, одно из значений фондового рынка состоит в дисциплинирующем воздействии на участников корпоративных отношений (прежде всего, на менеджмент корпорации), которое существенно ограничивает их возможности оппортунистического поведения. Кроме того, финансовые рынки в состоянии оказывать давление на участников корпоративных отношений посредством установления определенных институциональных барьеров: требования к уровню раскрытия информации (в том числе финансовой отчетности), развитость внутренних механизмов согласования интересов (наличие кодекса корпоративного поведения, акционерных соглашений, институт независимых директоров) и т.д. Иными словами, финансовые рынки, устанавливая «барьеры качества» для системы корпоративных отношений, создают условия и возможности для реализации внутренних преимуществ корпоративных структур.

Необходимо обратить внимание на еще один важный аспект в системе отношений корпоративных структур и финансовых рынков, связанный с глобализацией экономических процессов. Глобализация значительно усиливает взаимозависимость корпораций и финансовых рынков, поскольку расширяет диапазон применимости соответствующего капитала и создает дополнительные возможности для устойчивого самовозрастания корпоративного капитала. Иными словами, в условиях глобальной экономики корпоративные структуры, в силу присущих им внутренних преимуществ, выступают в качестве необходимого организационного и институционального условия интеграции национальной экономики в мировую. При этом эффективность такой интеграции будет напрямую зависеть от развитости соответствующей инфраструктуры национальных финансовых рынков, поскольку она создает условия для свободного перелива капиталов, а значит, еще больше усиливает экономические стимулы для эффективного функционирования корпоративных структур.

Вместе с тем взаимозависимость корпоративных структур и финансовых рынков может создавать не только новые возможности, но и новые угрозы, в том

числе в зависимости от национальных особенностей функционирования финансовых рынков. В частности, несмотря на то что самовозрастание корпоративного капитала является общей целевой установкой для всех участников корпоративных отношений, на практике может проявляться значительное расхождение в их интересах в силу того, что источниками капитализации корпорации могут быть как внутренние источники капитала, так и внешние рынки капитала. Такая ситуация может приводить к серьезным внутрикорпоративным конфликтам, поскольку, например, в силу особенностей фондового рынка, может наблюдаться оппортунистическое поведение отдельной группы акционеров, которая может создать дополнительные возможности для распределения части прибыли корпорации в свою пользу посредством манипулирования инсайдерской информацией.

Спекулятивный характер фондового рынка содержит в себе угрозы, связанные с возможностью корпоративных структур искусственно влиять на уровень своей капитализации, используя для этого соответствующие инструменты (механизм слияний и поглощений, использование административного ресурса для укрепления своего монопольного положения на рынке и т.д.). Иными словами, фондовый рынок, с одной стороны, способствует раскрытию информации о функционировании корпорации, а с другой – создает возможности для манипулирования ею. Вместе с тем возможность реализации названных угроз значительно повышается, в случае если функционирование корпорации на финансовых рынках осуществляется в несовершенном правовом пространстве.

Важными являются и угрозы, связанные с глобализацией экономических процессов. В частности, механизм распространения циклических колебаний носит глобальный характер, что подразумевает уязвимость национального корпоративного капитала в глобальной экономике, во-первых, в связи с возможной потерей рынков и, во-вторых, в связи с возможной потерей корпоративного контроля, особенно в случае зависимости от зарубежных финансовых ресурсов. Кроме того, поскольку глобализация подразумевает взаимопроникновение национальных корпоративных капиталов, то это может повлечь за собой значительные издержки согласования интересов, особенно для тех стран, где стандарты корпоративного управления не соответствуют международным.

Рассмотренная взаимозависимость корпоративных структур и финансовых рынков наиболее противоречиво проявляется в странах с развивающейся экономикой, поскольку они находятся под постоянным давлением двух сил: во-первых, давление оказывают национальные особенности формирования и развития отношений корпоративных структур и финансовых рынков, а во-вторых, давление оказывает глобальная экономическая система, правила и стандарты которой также находятся в процессе постоянного изменения.

Далее рассмотрим, как действие названных сил повлияли на формирование системы отношений корпоративных структур и финансовых рынков в России. В силу сложившихся особенностей построения банковской системы (искусственного, внерыночного создания

банков с особым привилегированным положением некоторых из них; слабой ресурсной базой отечественных банков) и специфики формирования корпоративной собственности (прежде всего, реализации залоговых схем) произошло сращивание банковского и промышленного капиталов в форме соответствующих финансово-промышленных структур, где банки стали играть роль «карманных» банков. Подобное сращивание стало придавать значительной части кредитов закрытый характер, что обусловило снижение конкурентных кредитов и повлияло на уровень мотивации управляющих структур корпорации к осуществлению эффективного функционирования.

Зависимый характер банков приводил и к тому, что не происходило качественных изменений в отраслевой структуре кредитования, т.е. банки активно предоставляли кредиты преимущественно предприятиям экспортноориентированных отраслей, что негативно сказывалось на всех остальных отраслях. Кроме того, для банковского и корпоративного сектора был свойствен краткосрочный характер деятельности, в результате чего корпорации вынуждены были осуществлять финансирование инвестиционных программ главным образом за счет собственных средств, либо им все чаще приходилось искать средства в зарубежных банках. Эти обстоятельства привели к тому, что в силу своей слабости и неразвитости банковская система не создавала дополнительных экономических стимулов для совершенствования корпоративных отношений.

Альтернативным источником привлечения инвестиционных средств для отечественных корпораций был формирующийся рынок ценных бумаг. Одним из факторов, предопределивших систему отношений между отечественными корпорациями и фондовым рынком, стал низкий уровень эмиссионной активности корпораций. Результаты опроса ЦЭФИР по итогам 2001 г. показывают, что среди предприятий, осуществлявших инвестиции, только 0,7% использовали в качестве источника финансирования размещение новой эмиссии акций [1. С. 34].

Основные причины этого следующие. Во-первых, эмиссионная активность корпорации сдерживается внутренними противоречиями в структуре корпоративных отношений, прежде всего между крупными и мелкими собственниками. Формирование в России концентрированной корпоративной собственности, находящейся под контролем доминирующего собственника, при незначительной доле мелких собственников приводит к неравным возможностям в реализации своих правомочий. В частности, это неравенство может проявляться в ограничении доступа к корпоративной отчетности, даже если она предусмотрена законодательством. Иными словами, доминирующий собственник может навязывать свои интересы мелким собственникам.

Во-вторых, доминирующий собственник слабо заинтересован в публичности, поскольку в условиях низкой защиты прав собственности это может ослабить его возможности контроля.

В-третьих, доминирующий собственник, в отличие от мелких собственников, имеет доступ к альтернативным институциональным формам реализации своих интересов в сравнении с рынком ценных бумаг, кото-

ры не ослабят его возможности контроля (например, доступ к финансированию через «карманные» банки, либо реализация своих интересов через аффилированные структуры).

В-четвертых, практика совмещения функций менеджера и собственника предполагает, что в силу своих статусных возможностей менеджмент, принимая активное участие в управлении, не отделен от движения корпоративного капитала. В этом случае эмиссия может повлечь за собой изменения в структуре корпоративной собственности, поэтому у других собственников формируются опасения, связанные с тем, что менеджмент в целях усиления своего контроля может увеличить свое участие в капитале за счет скупки акций у внешних акционеров, посредством прямого доступа к инсайдерской информации и возможности манипулирования ею.

Результатом этих внутренних противоречий стало то, что большинство операций с ценными бумагами осуществлялось вне организованных рынков, без использования фондовых инструментов. Это обстоятельство значительно усиливало конфликтность между субъектами корпоративных отношений, поскольку когда ценные бумаги обращаются вне организованных публичных рынков, им невозможно дать адекватную рыночную оценку, а значит, у доминирующих собственников появляется больше возможностей манипулирования их ценами для реализации своих экономических интересов.

Важно отметить еще несколько обстоятельств, ограничивающих возможности использования рынка ценных бумаг. Во-первых, на этапе формирования корпоративной собственности советы директоров представляли собой формальные структуры, которые не могли равноправно реализовывать интересы всех собственников, а также не обладали соответствующими профессиональными навыками. В результате этого, для контролирующих собственников первостепенными были не вопросы повышения показателей эффективности функционирования корпорации, а вопросы присвоения прибыли (за счет «вывода» активов).

Во-вторых, процесс создания соответствующей инфраструктуры фондового рынка осуществлялся параллельно процессу формирования корпоративной собственности, а значит, был уязвим со стороны отдельных групп интересов. В частности, это проявлялось в создании многочисленных «карманных» регистраторов, которые реализовывали интересы отдельных групп собственников, что приводило к еще большей закрытости корпораций и невозможности получить достоверную информацию о ней.

В-третьих, отличительной чертой формирования корпоративной собственности в России на начальном этапе является то, что эмиссия ценных бумаг использовалась не как инструмент привлечения инвестиционных средств, а как одна из форм усиления своего контроля со стороны отдельной группы собственников посредством размытия корпоративного капитала, скупки бумаг по заниженным ценам и т.д. Кроме того, целенаправленная неэффективная дивидендная политика приводила к отчуждению своих акций со стороны мелких собственников.

В-четвертых, в качестве сдерживающих факторов развития рынка корпоративных ценных бумаг на этапе

его формирования можно назвать: вытеснение этого рынка со стороны долговых обязательств органов государственной власти и управления (ГКО, ОФЗ, муниципальные ценные бумаги), преследовавших исключительно фискальные цели; недоступность фондовых инструментов в силу больших финансовых затрат по публичному размещению ценных бумаг; неразвитость соответствующего законодательства и т.д.

Результатом выстраивающихся отношений стал фондовый рынок, который был направлен не на привлечение инвестиционных ресурсов с целью обновления основного капитала корпорации, модернизации и реконструкции устаревшего производства, а преимущественно на реализацию функции спекулятивного перераспределения корпоративной собственности. Косвенно это подтверждают данные, иллюстрирующие частоту совершения тех или иных действий на рынке ценных бумаг. В частности, Т.Г. Долгопятова упоминает, что лишь в 3–7% предприятий ежегодно осуществляли эмиссию ценных бумаг, причем она была связана не с привлечением инвестиций, а с консолидацией капитала [2. С. 36].

Обобщая особенности формирования и развития отношений корпоративных структур и финансовых рынков в России, можно заключить, что поскольку процесс построения институтов финансового рынка шел параллельно процессу формирования корпоративной собственности, то на уровне их взаимоотношений воспроизводились все присущие им внутренние противоречия. Результатом этих противоречий стало формирование, с одной стороны, неконкурентной банковской системы, реализующей интересы отдельных бизнес-групп, с другой – фондового рынка, реализующего преимущественно функцию спекулятивного перераспределения корпоративной собственности.

На специфику взаимоотношения корпоративных структур с финансовыми рынками особое влияние оказал постепенный процесс интеграции России в мировое экономическое пространство. С открытием доступа к глобальным финансовым рынкам возможности корпоративных структур по привлечению финансовых ресурсов значительно возросли, что проявилось в увеличении зарубежных заимствований (в том числе за счет возможностей «карманных» банков) и в размещении ценных бумаг на зарубежных фондовых площадках. Глобальные финансовые рынки оказали определенное дисциплинирующее воздействие на корпоративные структуры, в плане соответствия внутрикорпоративных норм мировым стандартам, однако в силу национальных особенностей это соответствие носило лишь формальный характер (формальное внедрение кодексов корпоративного поведения, формальное соответствие системам качества менеджмента, раскрытие не всегда достоверной информации и т.д.). Вместе с тем необходимо отметить, что глобальные финансовые рынки, в силу своих спекулятивных особенностей, и не устанавливали жестких институциональных барьеров для корпоративных структур.

Другим аспектом влияния глобализации финансовых рынков на эффективность функционирования корпоративных структур стала нестабильность международных финансовых институтов, в рамках которых не

были созданы механизмы, обеспечивающие адаптацию к глобальным шокам на национальном и наднациональном уровнях [3. С. 135]. Эта нестабильность привела к тому, что в условиях финансового кризиса противоречивость в развитии финансовых рынков и отечественных корпоративных структур обнажается в еще большей степени и создает новые угрозы для их развития. В частности, существенно обостряется проблема перераспределения корпоративной собственности, поскольку в качестве одного из участников этого процесса выступают внешние собственники с иностранным капиталом, что ограничивает возможности использования теневых форм передела собственности для внутренних акционеров без учета репутационных издержек.

Кроме того, в рамках проблемы перераспределения корпоративной собственности проявляется и другая угроза, связанная с особой ролью государства в системе корпоративных отношений. Одним из существенных признаков национальной модели корпоративного управления является то, что государство изначально присутствовало в системе корпоративных отношений и как собственник, и как регулятор корпоративного процесса, а в настоящее время и как главный источник финансовых ресурсов. Для России это означает, что описываемый А. Шаститко сценарий развития событий

в условиях финансового кризиса как «маятник рынок–государство» [3. С. 133] может реализоваться особым образом, поскольку государство как структура, обладающая возможностью применения властных полномочий для реализации своих интересов, может существенно изменить всю систему статусных взаимосвязей в рамках института корпоративной собственности.

Таким образом, можно заключить, что финансовые рынки на национальном и наднациональном уровне, помимо того, что не создают действенных экономических (дисциплинирующих) стимулов для эффективного функционирования корпоративных структур, порождают новые системные угрозы для их развития. Наиболее деструктивная из таких угроз состоит в том, что может нарушиться вся институциональная архитектура корпоративной собственности, поскольку обособленное движение «фиктивного» капитала не отражает изменения в «реальном» капитале. Иными словами, финансовые рынки в погоне за спекулятивной прибылью, искажая сигналы о состоянии реальной экономики, нарушают ценовой механизм рыночной координации, что может привести к двум важным последствиям: неоправданно высокой роли государства в механизмах рыночной координации и нарушении механизма «самоочищения» экономической системы в условиях кризиса.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. *Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А. и др.* Корпоративное управление в российской промышленности. М., 2003. 75 с. Режим доступа: <http://www.cefir.ru/download.php?id=71>
2. *Долгопятова Т.Г.* Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03. М.: ГУ ВШЭ, 2003. 44 с.
3. *Шаститко А.* Мировой финансовый кризис – возможность для ремонта институтов? // Вопросы экономики. 2008. № 12. С. 133–138.

Статья представлена научной редакцией «Экономика» 3 марта 2009 г.