

Акционерные и неимущественные механизмы интеграции в российских бизнес-группах*

Перспективы эффективной интеграции предприятий в современной российской экономике нередко видят лишь в формировании в ней классических холдингов и мультидивизиональных компаний. Объединения предприятий с менее жесткой централизацией корпоративных прав собственности, с использованием в основном неимущественных механизмов интеграции вызывают скептическое отношение.

Для такого отношения есть определенные основания. Официальные российские финансово-промышленные группы (ФПГ), в значительной мере опирающиеся на неимущественные механизмы, испытывают немалые трудности в организации совместной деятельности группирующихся предприятий¹. С другой стороны, ряд отечественных мультидивизиональных и холдинговых структур демонстрируют высокую согласованность действий своих подразделений. Неудивительно, что преобразование в такие структуры – основной рецепт, предлагаемый для повышения эффективности ФПГ многими специалистами, включая участников проекта TACIS по изучению российских групп².

Среди причин повышенного внимания к имущественным механизмам интеграции (через участие в капитале) – выбранная модель приватизации, благодаря которой во многих отраслях типичные вновь созданные фирмы оказались слишком малы, чтобы быть конкурентоспособными не только на мировом, но и на внутреннем рынке. Большие надежды по эффективной реструктуризации российской промышленности возлагались при этом на рынок титулов собственности. Однако такие надежды пока не оправдались. Отдельные примеры, когда успешные предприятия приобретают контрольные пакеты акций и осуществляют санацию убыточных производств, не меняют общей картины. В российской экономике даже при относительно низких ценах

Авдашева Светлана Борисовна, к.э.н., зав. лабораторией отраслевых рынков Института анализа предприятий и рынков Государственного университета – Высшей школы экономики; *Дементьев Виктор Евгеньевич*, д.э.н., зав. лабораторией механизмов финансово-промышленной интеграции Центрального экономико-математического института РАН.

* Работа выполнена в рамках исследовательского проекта «Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках», финансируемого Бюро экономического анализа (1999). Мы выражаем искреннюю благодарность за полезные замечания и рекомендации Кирюшкиной Г.А. (Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства РФ), Скамейкиной Т.И., Церенову Ц.В. (Министерство экономики РФ), Поповской Е.В. (Российское статистическое агентство).

¹ См., например, Винслав Ю., Дементьев В., Мелентьев А., Якутин Ю. Развитие интегрированных корпоративных структур в России // Российский экономический журнал. – 1998. - № 11-12, с. 36.

на акции реальное перераспределение полномочий, обозначаемых титулами собственности, часто сопряжено с высокими транзакционными издержками. Многие предприятия контролируются инсайдерами³, прежде всего менеджерами, не испытывающими энтузиазма по поводу превращения их предприятий в дочерние. В таких условиях потребность в формировании крупных корпоративных структур удовлетворяется реальными хозяйствующими субъектами во многом за счет неимущественных инструментов интеграции. Коль скоро выбор механизмов объединения предприятий перестает быть объектом директивных предписаний, переходит в сферу решений самих рыночных субъектов, рекомендации по укреплению интегрированных структур должны учитывать мотивации этих субъектов, чтобы не оказаться безадресными. Не умаляя значения разработок по путям формирования холдинговых структур, следует признать, что выявление возможностей менее жестких типов объединения предприятий особенно актуально в российских условиях.

Для повышения эффективности интеграционных процессов в отечественной экономике целесообразно отойти от противопоставления имущественных и неимущественных механизмов интеграции. К необходимости пересмотра отношения к последним механизмам подталкивает российская практика. Одновременно в мировой экономической науке в последние десятилетия возрастает интерес к изучению сетевых индустриальных структур, в рамках которых акционерные связи в качестве механизма координации поведения формально независимых фирм играют подчиненную роль⁴. Сетевые структуры (industrial networks) рассматриваются как самостоятельная форма интеграции, которая в определенном хозяйственном контексте более эффективна, нежели объединения холдингового типа

Рациональное сочетание акционерных и неимущественных механизмов интеграции предстает эволюционирующим во времени, испытывающим существенное влияние отраслевых условий. Анализ эволюции в российской экономике такого неимущественного механизма интеграции как бартер содержится в исследовании В.Макарова и Г.Клейнера⁵. На примере бартера видно, что рациональная дозировка подобных механизмов осложняется их неоднозначным влиянием на производство. Если

² ТАСИС. Обзорный отчет. Результаты и рекомендации. 1998.

³ Аукционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение // Вопросы экономики. – 1998. - № 12, с. 111.

⁴ См. о СНО: Дементьев В. Финансово-промышленные группы в российской экономике. Тема 8 // Российский экономический журнал. – 1999. - № 3, с. 58-59.

⁵ См., например, Макаров В.Л., Клейнер Г.Б. Развитие бартерных отношений в России. Институциональный этап / Препринт # WP/99/072. - М.: ЦЭМИ РАН, 1999. – 57 с. ; Бартер в России: институциональный этап // Вопросы экономики. – 1999. - № 4, с. 79-101.

В.Полтерович⁶ обращает внимание на возможный вклад бартера в снижение трансакционных издержек, то К.Гадди и Б.Икес рассматривают его как способ существования неэффективных (убыточных) предприятий в конкурентной экономике⁷.

Масштабы, мотивы и последствия различных типов объединения предприятий в российской экономике служат предметом настоящей статьи. В первом разделе дается авторская классификация механизмов интеграции с наиболее общей их характеристикой. Второй раздел содержит количественную по отраслям экономики характеристику развития имущественной интеграции, как связей между материнскими, с одной стороны, и дочерними и зависимыми предприятиями - с другой. Вялость имущественной интеграции в последние годы служит косвенным указанием на более высокую эффективность альтернативных механизмов регулирования процессов интеграции. В третьем разделе дается в отраслевом разрезе краткая характеристика давальческих контрактов - одной из активно развивающихся форм вертикальной интеграции в российской промышленности. Четвертый раздел посвящен влиянию имущественных связей в том случае, когда участие в капитале ниже уровня доминирующего контроля, что характерно для большинства официальных российских ФПГ.

1. Классификация интегрированных бизнес-групп в России

Под интегрированными бизнес-группами (ИБГ) можно понимать любые объединения предприятий, совместная деятельность которых выходит за рамки рыночных контрактов. Предлагаемая нами классификация интегрированных бизнес-групп в российской экономики отталкивается от того, что в настоящее время существуют несколько типов механизмов интеграции (см. рисунок 1).

Первый тип механизмов использует возможности контроля, сопряженные с обладанием титулами собственности объединяемых предприятий. Второй тип – рычаги координации совместной деятельности за счет регулирования доступа к отдельным производственным ресурсам. Наконец, третий тип механизмов основан на добровольной централизации ряда полномочий участниками группы.

⁶ Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы. - М.: ЦЭМИ РАН, 1998.

⁷ Gaddy C., Ickes B. A simple four-sector model of Russia's "virtual" economy. Internet, <http://econ.la.psu.edu/~bickes/ickres.htm>

Рисунок 1. Классификация интегрированных бизнес-групп России



К *классическому холдингу* относятся объединения предприятий, контрольный пакет формальных прав собственности которых сосредоточен в руках материнской компании. Мы не используем здесь термина «контрольный пакет акций», так как в ряде российских холдингов «дочерние» предприятия не являются акционерными обществами, а имеют организационную форму обществ с ограниченной ответственностью или государственных унитарных предприятий. Классическими холдингами в российской промышленности являются «Газпром», РАО ЕЭС, «Связьинвест», «Норильский никель», ряд нефтяных компаний (например, «Лукойл»). Большинство классических холдингов было создано государством в процессе приватизации. Частными случаями классического холдингом являются такие бизнес-группы, когда и «материнская», и «дочерние» компании являются государственными унитарными предприятиями. Государство решением органа исполнительной власти передает компании, выполняющей роль «материнской», некоторые права собственности по отношению к «дочерним». Такие ИБГ создавались, в частности, в оборонных отраслях промышленности России – примером служит АВПК «Сухой».

К *распределенному холдингу* можно отнести такую структуру, где роль материнской компании выполняют несколько самостоятельных фирм, объединенных принадлежностью или аффилированностью одному лицу или группе совместно действующих физических лиц. К такому типу близка структура «Альфа-Групп»⁸. Пересечение директоратов играет существенную роль в согласовании действий партнеров по группе в ФПГ «Интеррос», «Нива Черноземья».

В *системе взаимодействия* контрольные пакеты акций участников бизнес-группы взаимно распределены между ними. В такой бизнес-группе отсутствует материнская компания как единый центр принятия стратегических решений. Взаимоучастие в гипертрофированных масштабах наблюдалось на 01.04.99 между ЗАО «ИН-КАМ», ЗАО «КАМ-ИН» и ОАО «КАМАЗ», владевшим 100% акций этих ЗАО. В свою очередь ЗАО «ИН-КАМ» принадлежало 31,8%, а ЗАО «КАМ-ИН» – 16,0% акций ОАО «КАМАЗ».

Среди второго типа объединений - где для централизации контроля используется регулирование доступа к отдельным производственным ресурсам, *бизнес-группы вокруг компаний, обеспечивающих сбыт продукции, снабжение дефицитными ресурсами*. Для ряда предприятий текстильной промышленности координирующей функции выполняют компании, осуществляющие поставки хлопка. Примеры такого рода

⁸ См.: Паппэ Я.Ш. (ред.). Финансово-промышленные группы и конгломераты в экономике и политике современной России. – М.: ЦПТ, 1997, с.175-185.

интеграции встречаются среди официально зарегистрированных финансово-промышленных групп. Одним из основных средств централизованного контроля в ФПГ «Интербаренц» служит внутригрупповое распределение квот на вылов морских биоресурсов.

К бизнес-группам на основе *регулирования доступа к производственным ресурсам* можно отнести и те, которые объединяют натуральные расчеты между предприятиями – бартер, вексельно-зачетные схемы, давальческие контракты. Цепочки, созданные на основе использования натуральных расчетов, являются достаточно стабильными, благодаря искажающему влиянию на структуру средств предприятия, характер его деятельности. Эволюция предприятий, вовлеченных в давальческие контракты, подтверждает тезис об устойчивости цепочек натуральных расчетов. Эта устойчивость свидетельствует об ограниченности внешнего доступа к циркулирующим в таких цепочках ресурсам. Давальческие контракты позволяют крупному давальцу оказывать существенное влияние на политику перерабатывающего предприятия. В общем случае контроль над группой может концентрироваться в руках разных ее участников: производителя наиболее ликвидной продукции в бартерных расчетах; поставщика исходного сырья в давальческих контрактах, организатора вексельно-зачетных схем. Иллюстрацией последней ситуации может служить Ассоциация делового сотрудничества «Волгопромгаз». В основе ее деятельности – осуществление расчетов за газ и электроэнергию в Самарской области. Благодаря этому Ассоциация контролирует цепочки поставок и расчетов химических и металлургических предприятий области.

Объединения, основанные на *финансово-инвестиционных (кредитных, страховых и лизинговых) услугах* чаще всего создаются вокруг банков. Так, Инкомбанк в свое время интегрировал вокруг себя промышленные предприятия с помощью не инструментов собственности, а кредитов и привлечения инвестиционных ресурсов. В числе предприятий, входивших в сферу влияния Инкомбанка, ФПГ «Морская техника», ОКБ им. Сухова, Магнитогорский металлургический комбинат, Северная верфь, Балтийский завод. Во всех этих предприятиях Инкомбанк не имел контрольного, а чаще всего – и блокирующего пакета, а интегрировал их благодаря использованию банковских механизмов. Сочетание кредитных и сбытовых механизмов интеграции наблюдается при факторинговых операциях банка.

Бизнес-группы на основе *регулирования доступа к информационным ресурсам, конкурентоспособным и новейшим технологиям* пока не получили широкого распространения в российской экономике. Они выйдут на первый план при

активизации в ней инноваций. Тем не менее, весомым фактором формирования ряда ФПГ в оборонной сфере является кооперация в сфере НИОКР. Наглядным примером объединения вокруг конкурентоспособной технологии является система франчайзинга.

С определенными надеждами на обеспечение регулируемости развития бизнес-групп с помощью внутригруппового *распределения получаемых от государства льгот* создавалась часть официальных ФПГ. Такие ожидания в целом не оправдались. В качестве частного случая рассматриваемого механизма интеграции выступает использование госзаказов в качестве рычага эффективной реструктуризации высокотехнологичных производств⁹.

Третий тип объединений – на основе добровольной централизации некоторых властных полномочий - в определенной мере использует инструменты первых двух типов бизнес-групп.

Механизм добровольной передачи пакетов акций в доверительное управление практикует государство. В частности, пакеты акций нескольких десятков компаний были переданы им в управление АО «Роснефть». Намечалось, что доверительное управление государственными пакетами акций усилит влияние центральных компаний ФПГ на своих партнеров по группе. На практике этой льготой смог воспользоваться весьма узкий круг ФПГ. К передаче пакетов акций в доверительное управление прибегают и частные владельцы. Так в управление «Кузбассэнерго» был передан 12-процентный пакет акций «Кузбассразрезугля», принадлежащий компании «МИКОМ» («Металлургическая инвестиционная компания») ¹⁰.

Объединение на основе *передачи ряда функций исполнительных органов* происходит при формировании простого товарищества. Определенные управленческие полномочия передаются участнику бизнес-группы, уполномоченному по совместной деятельности. Примеры использования такого рода механизма в официальных ФПГ дают группы «Славянская бумага», «ТаНАКО». В компании «Новокузнецкий алюминиевый завод» все вопросы руководства текущей деятельностью, за исключением вопросов, отнесенных к компетенции Общего собрания и Совета директоров, по договору переданы «МИКОМ».

ИБГ на основе *совместного учреждения и использования недостающих рыночных структур* (биржи, торговые, лизинговые, инвестиционные и другие компании). Целый

⁹ См. : Колпаков С.К. Политика Правительства России по реструктуризации и реформированию авиационной промышленности / Винслав Ю.Б. (ред.). Развитие корпоративных форм хозяйствования в России (материалы к Международной конференции, 3-5 ноября 1997 г., г. Москва). - М.: МАЦ, МАКУ, 1997, с. 7-18.

¹⁰ См.: «Эксперт», №36 (199) от 27 сентября 1999.

спектр такого рода компаний создан, например, в рамках бизнес-группы «Интеррос». Совместно учрежденные центральные компании некоторых ФПГ по фактическому характеру своей деятельности постепенно превращаются в торговые дома, что приближает отечественные группы к японским кейрецу¹¹.

Реальные бизнес-группы обычно используют одновременно несколько механизмов интеграции. В этой связи о месте той или иной группы в представленной классификации оправдано говорить, ориентируясь на наиболее значимый для группы механизм. Необходимость такой классификации диктуется следующими обстоятельствами. До сих пор при систематизации бизнес-групп в российской экономике основное внимание уделяется их размерам, региональной/национальной размещенности (региональные, межрегиональные, транснациональные), отраслевой принадлежности объединяемых предприятий (вертикальные, горизонтальные, диверсифицированные) и ведущих участников (промышленные, банковские). Подобные классификации явно недостаточны для раскрытия причин того, почему сходные по внешним признакам группы показывают весьма отличающиеся результаты. Достаточно вспомнить судьбу компаний, объединенных «Сиданко», на фоне ее более успешных российских конкурентов.

Неразвитость рыночной инфраструктуры в России, с одной стороны, и преимущества неформальных отношений с регулируемыми государственными органами - с другой, накладывают отпечаток как на контракты между фирмами, так и на взаимодействие фирм с регулируемыми органами. Это позволяет координировать деятельность формально независимых предприятий благодаря таким инструментам, которые не могли бы быть использованы вне конкретного хозяйственного контекста. Представленная классификация бизнес-групп охватывает механизмы координации, дееспособность которых обусловлена переходным характером российской экономики, неразвитостью инфраструктуры рыночных контрактов.

Эта классификация может служить точкой опоры в анализе эволюции бизнес-групп, когда на первый план, сменяя друг друга, выходят разные механизмы интеграции. Так, ограниченность рыночных навыков, надежды на государственную поддержку официальных ФПГ подталкивают предприятия к интеграции через добровольную централизацию некоторых управленческих функций. Постепенное овладение этими навыками, слабость мер господдержки могут усиливать центробежные тенденции во внутригрупповых отношениях. Как показывает, например,

¹¹ Панин В.В. Феномен японских торговых домов: У истока "экономического чуда". - СПб.: Чернышев, 1996. - 191 с.

опыт ФПГ «Русхим», запаздывание с обновлением механизмов интеграции чревато распадом группы.

Сложившиеся в российской экономике условия усугубляют уязвимость механизмов контроля, сопряженных с обладанием титулами корпоративной собственности. Мировая практика показывает, что при асимметрии информации вопрос о фактическом наделении правами собственности не является тривиальным. Отношения собственности могут быть как закрепленными, так и не закрепленными формальными имущественными правами. Наделение правами собственности в рамках фирмы зависит от способа организации внутренних контрактов между принципалом и агентом. В переходной экономике проблема осложняется по крайней мере двумя обстоятельствами. Первым служит экономическая память «облегченного» отношения к перераспределению собственности в ходе ее приватизации, что создает довольно устойчивые ожидания продолжения ее перераспределения в будущем, ослабляет долгосрочные мотивации принципала в распоряжении доставшимся имуществом. Второе обстоятельство - неразвитость инфраструктуры обеспечения прав собственности. Так, Дж.Стиглиц в докладе на ежегодной конференции Мирового банка в 1999 г.¹² отметил, что в условиях неразвитой инфраструктуры стимулирующих контрактов, которые позволяли бы собственнику эффективно контролировать поведение менеджеров, формирование сложной системы отношений собственности приводит к результатам, противоположным ожидавшимся в начальные периоды реформ. Тем большего внимания заслуживают механизмы интеграции, усиливающие влияние на менеджеров со стороны компаний-партнеров по бизнесу (поставщики, потребители, кредиторы и т.д.) и повышающие таким образом эффективность агентских отношений.

Среди концепций развития собственности в условиях переходной экономики для целей нашего анализа актуальна *теория рекомбинированной собственности*¹³. Под рекомбинированной собственностью понимается несовпадение легально закрепленных и реальных прав собственности, размытость механизмов контроля и организационных границ предприятия. Помимо легальных обладателей права владения - как инсайдеров, так и аутсайдеров, - функции контроля за деятельностью предприятия осуществляют его смежники, основные поставщики, фирмы, контролирующие каналы поставки и сбыта продукции, крупные потребители. Концепция рекомбинированной

¹² Дж.Стиглиц. Куда ведут реформы (к десятилетию начала переходных процессов). Вопросы экономики, 1999, № 7, с.4-30.

¹³ Старк Д. Рекомбинированная собственность и рождение восточноевропейского капитализма // Вопросы экономики, 1996, №6, с.4-24.

собственности отражает тот факт, что из-за высоких внешних трансакционных затрат в переходной экономике фактические границы фирмы расширяются за пределы юридически зарегистрированного предприятия. Структура хозяйственного пространства меняется таким образом, что контракты между юридически независимыми лицами могут означать создание некой «квазифирмы». На уровне разграничения фактических и формальных прав собственности это означает, что контракты между предприятиями – как явные, так и неявные, - приобретают высокую роль в качестве механизма координации в экономике, в том числе в качестве основы интеграции.

2. Дочерние и зависимые общества в отраслях промышленности России

Представление о преобладающих формах развития интеграции между предприятиями в промышленности России можно получить, сопоставив динамику дочерних и зависимых обществ, а также общего числа предприятий в экономике России (Таблица 1).

Таблица 1. Количество предприятий, дочерних и зависимых обществ в отраслях экономики России (1996-первая половина 1999)

Наименование отрасли экономики	1996 год		1997 год		1998 год		на 1.07.1999 года	
	1*	2**	1*	2**	1*	2**	1*	2**
Всего по России	2396525	90433	2727146	103422	2901237	117047	2980618	120488
Промышленность	314415	8543	339406	9588	352397	10139	359979	10313
Транспорт			60071	4312	67417	4840	70084	5032
Связь***	55212	6905	11080	3935	12124	4511	12480	4607
Строительство	261859	11163	286977	12061	298043	12476	303102	12484
Торговля и общественное питание	722620	14816	851776	17756	934694	19812	973210	20423
Материально-техническое снабжение и сбыт	33198	14816	39447	3717	41170	3830	41677	3741
Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение	30412	16977	50939	18537	52391	18960	53053	19053

* Количество предприятий в отрасли

**Количество дочерних и зависимых предприятий

***В 1996 году данные об отраслях транспорта и связи объединены

Видно, что с 1996 года количество дочерних и зависимых обществ в целом по России увеличилось с 90000 до 120400 (на 1 июля 1999 г). Причем наибольшее количество этих структур отмечается в таких отраслях, как промышленность (свыше 10000), строительство (свыше 12000), торговля (свыше 20000), финансы (свыше 19000),

а также в отрасли, предприятия которой осуществляют рекламные услуги, аудиторскую деятельность, маркетинговые исследования (свыше 12000). Одновременно отношение числа дочерних и зависимых предприятий к общему числу предприятий отрасли с 1996 года практически не менялось и составляет около 0,04. Состав отраслей, включенных в каждую группу, также практически не претерпел изменений с 1996 года. В промышленности этот показатель еще ниже (его значение колеблется в зависимости от отраслей от 0,01 до 0,03). Максимальное значение показателя характерно для связи и финансов как отраслей экономики (соответственно 0,59 и 0,57).

Данные показывают, что организационные структуры предприятий в российской экономике обладают довольно слабой мобильностью. В течение последнего пятилетия они существуют в том виде, как были созданы в процессе приватизации. В подавляющем большинстве отраслей промышленности новые интегрированные бизнес-группы (если они не были созданы в процессе приватизации), развиваются на основах, не связанных с имущественными правами.

3. Давальчество в отраслях российской промышленности

Давальческие контракты как форма взаимодействия поставщиков сырья и перерабатывающих предприятий чрезвычайно распространены в отраслях российской промышленности. В 1998 году из давальческого сырья было произведено, к примеру, около 75% полиэтилена и полипропилена, более 85% технологической извести, более 80% продуктов нефтепереработки, около 95% чугуна и стали, около половины продукции мукомольно-крупяной промышленности, около 90% сахара, 75% растительного масла.

Влияние давальческих контрактов на положение перерабатывающих предприятий противоречиво. Обеспечивая контроль поставщика сырья над рынком переработанной продукции, эти контракты освобождают перерабатывающие предприятия промышленности от необходимости маркетинговой активности, решают краткосрочные проблемы загрузки мощностей¹⁴. Одновременно анализ условий давальческих контрактов позволяет выдвинуть предположение либо о том, что эти контракты объективно связаны с ростом доли теневого оборота в выпуске предприятий, либо о том, что условия давальческих контрактов объективно снижают

¹⁴ Тем не менее на уровне статистического анализа не удалось обнаружить положительной связи между использованием давальческого сырья и коэффициентом использования производственной мощности перерабатывающих предприятий.

конкурентоспособность продукции, которую перерабатывающие предприятия реализуют самостоятельно¹⁵.

Давальческие контракты служат формой вертикальных ограничений, специфичной для российской промышленности. За рубежом аналог давальческих схем – *ресурсообеспечивающие* контракты, - используются менее активно, и преимущественно в производстве нестандартной продукции, требующей высококачественного сырья. Анализ распределения отечественных предприятий по доле давальческого сырья в переработанном сырье в подотраслях пищевой промышленности (производство круп, муки, растительного и животного масла, мяса и мясопродуктов, колбасных изделий) и промышленности строительных материалов (производстве пиломатериалов и цемента) приводит к выводу, что использование покупного и давальческого сырья служат альтернативными, а не дополняющими схемами обеспечения предприятия оборотными ресурсами. В каждой из отраслей выделяются две представительные группы предприятий: перерабатывающие незначительную долю давальческого сырья (до 10-20%) и работающие в основном на давальческом сырье (свыше 70-80%). Промежуточная группа - самая немногочисленная во всех указанных подотраслях. Независимо от причин такой поляризации, приходится признать, что повышение доли давальческого сырья в переработке, по всей видимости, оказывает устойчивое влияние на условия принятия решений и поведение перерабатывающих предприятий. Превышение граничной доли давальческого сырья в переработке (довольно невысокой) делает неизбежным практически полное переключение перерабатывающих предприятий на модель «процессинга» - переработки за вознаграждение в противоположность приобретению сырья и самостоятельной продаже готовой продукции.

Каковы мотивы использования давальческих схем поставок сырья? Со стороны перерабатывающих предприятий на первый план выходят проблемы недостатка оборотных средств и неплатежеспособности. Для поставщиков давальческие схемы обладают тем преимуществом, что практически исключают риск неплатежей на этапе технологической цепочки от приобретения сырья до получения готовой продукции. Но даже при отсутствии неплатежей давальческие контракты способны повысить суммарную прибыль поставщиков и переработчиков сырья. Происходит это благодаря решению так называемой проблемы «двойной надбавки» в отраслях, где разные стадии технологической цепочки обслуживаются самостоятельными фирмами. Каждый

¹⁵ Авдашева С.Б. Давальческие контракты в российской промышленности и их влияние на положение перерабатывающих предприятий, Вопросы статистики, 1999, № 3.

продавец, стремясь к максимальной прибыли, ограничивает объем продаж. Последовательное ограничение объема продаж на всех этапах технологической цепочки может привести к снижению суммарной прибыли независимых фирм. В этих условиях вертикальная интеграция или использование специальных контрактов – вертикальных ограничений, - позволяет повысить не только суммарную прибыль продавцов, но и выигрыш покупателей на рынке, поскольку повышение прибыли требует снижения цены. Давальческие контракты способны, по крайней мере частично, решить проблему «двойной надбавки», хотя и менее эффективно по сравнению с вертикально интегрированной фирмой¹⁶.

Рассмотрим особенности мотивов и результатов использования давальческих контрактов в некоторых отраслях российской промышленности. В *нефтеперерабатывающей промышленности* давальческие контракты развиваются параллельно становлению вертикально интегрированных нефтяных компаний¹⁷. Использование давальческих контрактов повышает долю поставщиков сырья в реализации переработанной продукции (по крайней мере до 50%). Соглашение об использовании давальческих контрактов может заключаться в рамках договора о совместной деятельности. Любопытно, что давальческие контракты сочетаются с разработкой единой производственной и сбытовой политики в рамках вертикально интегрированных нефтяных компаний: более того, «лучше интегрированные» нефтяные компании (такие, как «Лукойл»), начали использовать давальчество раньше и активнее, нежели компании, где централизованное принятие решений играет сравнительно меньшую роль (например, «Сиданко»).

Факторный анализ доли давальчества в поставках сырья нефтеперерабатывающим предприятиям в 1996 г.¹⁸ показал, что для 31 нефтеперерабатывающих предприятий, производящих 91% отраслевого выпуска, она находится в существенной положительной зависимости от доли поставок нефти предприятием, которое входит с нефтеперерабатывающим заводом в одну вертикально интегрированную структуру. Показатель, отражающий активность интеграционных процессов в рамках нефтяных компаний, продемонстрировал существенное влияние на долю давальчества в

¹⁶ Авдашева С., Розанова Н. Анализ развития структуры рынков в российской экономике (на примере рынков автомобильного бензина и сахара), Российская программа экономических исследований, серия «Научные доклады», № 99/01.

¹⁷ Подробно о проблемах и перспективах вертикальной интеграции в нефтяной отрасли см. в: Крюков В.А. Институциональная структура нефтегазового сектора – проблемы и направления трансформации. Новосибирск: ИЭиОПП РАН, 1998.

¹⁸ Авдашева С., Розанова Н. Анализ развития структуры рынков в российской экономике (на примере рынков автомобильного бензина и сахара), Российская программа экономических исследований, серия «Научные доклады», № 99/01.

поставках нефти нефтеперерабатывающим заводам. Этот результат, как нам кажется, можно рассматривать в качестве аргумента в пользу трактовки давальческих контрактов как инструментов вертикальной интеграции. Возникает впечатление, что давальческие контракты служат в нефтеперерабатывающей отрасли переходной формой вертикального взаимодействия, сопровождающей углубление интеграционных процессов. Одним из преимуществ давальчества в качестве такой переходной формы служит то, что этот контракт чрезвычайно прозрачен, а следовательно, его выполнение легко контролировать.

Соображения экономии на уплате налогов играют подчиненную роль при использовании давальчества в нефтепереработке. По оценкам экспертов¹⁹, максимальная сумма выигрыша, возникающая благодаря использованию давальческих контрактов, составляет лишь 8-10 долларов на тонну нефтепродуктов.

В *черной металлургии*²⁰, при средней доле давальчества в поставках сырья для производства черного металлопроката 80%, существует богатый спектр механизмов и каналов использования этого контракта. Мы остановимся на давальчестве горно-обогатительных комбинатов и давальчестве лома черных металлов, а также экспортном давальчестве.

Стимулом для работы по давальческой схеме служит безальтернативность поставки продукции ГОКов на фоне денежной неплатежеспособности металлургических комбинатов. Дополнительным важным стимулом использования давальческих схем для ГОКов служит более высокая ликвидность продукции черной металлургии (по сравнению с собственно продукцией ГОКов) при бартерно-зачетных расчетах с энергетиками, железнодорожниками, предприятиями нефтегазовой отрасли.

Возникает вопрос, почему давальческая схема взаиморасчетов в данном случае преобладает над бартером. Во-первых, такая схема может быть предпочтительней бартера для обеих сторон ввиду уже упоминавшейся проблемы “двойной надбавки”. Во-вторых, налоговые обременения на продажу товара ниже рыночной цены, особенно при деформированности этих цен массовыми неплатежами затрудняют реализацию полученной по бартеру продукции, сужают возможности ценового маневра, ограничивают выбор конкурентных стратегий²¹.

¹⁹ Денисова Т., Сергеева В. Сравнительная эффективность реализации нефтепродуктов на внутреннем и внешнем рынке. Нефтегазовая вертикаль, Февраль 1998, 2(17), с.73-75.

²⁰ Авторы выражают признательность Гражданиновой М.П. за предоставленные материалы об использовании давальческих контрактов в черной металлургии.

²¹ Подробнее см. Карпов П. Система приспособилась. В: Тупики безденежной экономики, вып. 1, М., Московский центр Института «Восток-Запад», 1999.

В этом контексте давальчество оказывается выходом из положения: благодаря в значительной степени волонтаристскому определению себестоимости продукции при использовании давальчества оно позволяет избежать проблемы продажи товаров на денежном рынке ниже отчетной себестоимости. Кроме того, сам механизм давальческого контракта (который отличается простотой и несложностью обеспечения и проверки выполнения) дает возможность отказаться от «виртуального», весьма сложного, определения прибыли сторон, которое возникает в рамках бартерных схем.

Давальчество лома черных металлов используется целым рядом различных форм: организациями, специализирующимися на сборе лома черных металлов (в том числе Вторчерметом и его региональными представительствами, а также независимыми фирмами), владельцами лома черных металлов как отходов производства, металлоторговцами. Важнейшими причинами использования давальчества служат неплатежеспособность металлургических комбинатов, указанные выше простота давальчества по сравнению с бартерными схемами, относительно высокая ликвидность продукции переработки. Кроме того, торговые фирмы, ориентированные на денежный сегмент рынка металлопроката, заинтересованы в снижении себестоимости реализуемой ими продукции (значение этого фактора снижается в настоящее время, в связи с ослаблением ограничений на реализацию ниже себестоимости, но для торговых фирм он в любом случае будет играть важную роль).

Особое место в кругу контрактов черной металлургии занимает экспортное давальчество. Используемая схема («финансы – сырье – товар») эквивалентна так называемому «короткому толлингу» в алюминиевой промышленности. Имеются данные, что по состоянию на 1995-начало 1996 года по указанной схеме работало 12 российских предприятий черной металлургии, а экспорт оценивался в 3-4 млн. тонн в год, то есть немногим менее 10% от общего объема российского производства. На текущий момент точные данные по объему экспортного давальчества в России отсутствуют, однако экспертные оценки говорят о росте доли экспортного давальчества во внутреннем производстве приблизительно до 15%. К возникновению экспортного давальчества подтолкнула и зависимость российской черной металлургии от импортных поставок некоторых видов сырья, например, глинозема, хромовой руды, марганцевой руды, цинкового сырья, которые используются для производства конструкционных и легированных сталей, а также спецсталей (например, нержавеющей).

Заинтересованность торговцев в описанной давальческой схеме определяется как собственно желанием осуществить закупку продукции металлургов по приемлемым ценам, так и рядом других факторов, среди которых важное место занимают

необходимость предоставления зарубежным партнерам (конечным потребителям или перекатчикам) металлопродукции определенного качества, которое напрямую зависит от качества используемого в производстве сырья, а также большее влияние на директорат производителя, при его сырьевой и сбытовой зависимости.

Подводя итоги краткому обзору использования давальческих контрактов в российской черной металлургии, хотелось бы еще раз подчеркнуть неоднозначность оценки роли давальчества. В ряде случаев (как например, давальчество лома как отходов производства предприятиями машиностроения) этот контракт можно расценивать как вполне эффективный не только для его сторон, но и для экономики в целом. Основная роль давальчества в данном случае состоит в том, что оно заполняет вакуум, существующий из-за отсутствия нормальной системы вертикальной интеграции в российской промышленности. Сказанное по крайней мере частично можно отнести и к давальческим схемам между ГОКами и металлургическими комбинатами.

В *сахарной промышленности*²² давальческие контракты наиболее распространены в тех регионах, где существует полная технологическая цепочка от производства сахарной свеклы до выпуска конечной продукции - сахара. Давальческие контракты включают в качестве подчиненного звена производителей сельскохозяйственной продукции, поскольку для них характерен пиковый тип реализации - подавляющая доля сбыта сахарной свеклы (от 70 до 100%) и сахарного песка, полученного в рамках давальческих контрактов (60-80%) приходится на одного клиента.

О том, что использование давальческих контрактов является в значительной мере вынужденным и для сахарных заводов, свидетельствуют результаты проведенного опроса²³. На вопрос анкеты: "Свободы ли Вы в выборе поставщика?" подавляющее большинство сахарных заводов ответили отрицательно. В то же время опрос показал, что удовлетворенность руководителей сахарных заводов поставщиками сырья крайне низка. Из опрошенных руководителей сахарных заводов указали на неудовлетворенность поставщиками сахарной свеклы 83% респондентов.

На рынке сахара-песка активно развивается новый тип экономических агентов, способных играть роль основного звена вертикальной интеграции. На рынке сахара зафиксировано бурное развитие «новых посреднических фирм» - согласно

²² Подробнее об этом см. в Авдашева С.Б., Розанова Н.М., Поповская Е.В. Конкурентные взаимодействия в экономике России: рынок сахара-песка, Экономический журнал Высшей школы экономики. 1997, № 2, стр. 67-77.

²³ Опрос проводился в рамках выборочного обследования рынка сахара Государственным комитетом по статистике в 1996 году.

официальной статистической российской классификации, "неторговые коммерческие организации". Эти организации контролируют около 1/5 товарооборота в рамках обследованной выборки, причем в отдельных регионах их роль еще выше. Среди неторговых коммерческих организаций, попавших в сферу нашего внимания при проведении обследования, оказались две фирмы межрегионального характера - АО "Альфа-Эко" (Москва), АО "Русский сахар" (Москва) и одна региональная - "Агроинкомбанк" (Ставрополь). Масштабы их деятельности свидетельствуют о возможности оказывать существенное влияние на структуру сбыта и цену товара как на локальных рынках, так и на федеральном уровне.

Таким образом, роль давальческих контрактов в российской промышленности многопланова. В условиях развитой рыночной инфраструктуры они выполняли бы те же функции, что и ресурсообеспечивающие контракты, занимающие существенное место во многих отраслях промышленности зарубежных стран. Незрелость инфраструктуры рыночной деятельности предприятий повышает роль поставки ресурсов и сбыта продукции в качестве потенциального инструмента контроля над перерабатывающими фирмами. Именно это дает возможность рассматривать давальческие контракты в качестве инструмента интеграции. В российской экономике такой инструмент противодействия оппортунистическому поведению предприятий применяется не только в отношениях независимых, с позиций распределения титулов собственности, партнеров, но и в рамках холдинговых структур. Правомерен вывод о том, что в сложившихся условиях неимущественные механизмы интеграции увеличивают работоспособность бизнес-групп, где ведущую роль играют акционерные механизмы регулирования совместной деятельности.

4. Акционерное «дополнение» к неимущественным механизмам интеграции

Возникает вопрос, могут ли относительно слабые (на фоне холдинговых структур) акционерные связи заметно улучшать деятельность бизнес-групп, использующих в основном неимущественные инструменты координации. Такое соотношение между механизмами интеграции характерно для официально зарегистрированных финансово-промышленных групп.

Нормативная база позволяет формировать эти бизнес-группы при весьма отличающихся ожиданиях участников относительно перспектив объединения. Заключая договор о создании ФПГ и учреждая центральную компанию, одни участники могут рассчитывать на последующую экспансию своего влияния в рамках группы, а другие – надеяться на то, что воспользуются плодами экономической

интеграции без превращения в дочернюю или зависимую компанию. Во многих ФПГ наблюдается настороженное отношение к интеграции через объединение прав собственности, что проявляется в скромных масштабах консолидации ресурсов в уставном капитале центральной компании, в стремлении к паритету вкладов в этот капитал. Некоторые участники рассматривают свое вхождение в бизнес-группу как допустимый компромисс, снижающий вероятность недружественных захватов. Вместе с тем, часть групп демонстрирует значительный разброс долей отдельных участников в капитале центральной компании, тем самым фиксируя лидирующую роль в группе некоторых промышленных компаний, банков.

Слабость имущественных рычагов, которыми располагает большинство центральных компаний ФПГ, оправдывает смещение внимания к такого рода рычагам в руках банков и ведущих промышленных компаний групп. При этом имущественные позиции банков и крупных компаний по отношению к центральным компаниям своих групп отходят на второй план, а на первый выходят акционерные связи с остальными партнерами по группе. Относительно этих связей в рамках официальных ФПГ следует признать, что в редких случаях крупнейшие промышленные компании имеют существенное имущественное влияние на других участников своей группы; пока не получило широкого распространения и перекрестное владение акциями между участниками официальных групп²⁴.

Неразвитость имущественных связей в рамках ФПГ затрудняет согласование интересов партнеров по группе при изменении экономических условий. Иллюстрацией могут служить взаимоотношения между Орско-Халиловским металлургическим комбинатом (ОАО «НОСТА») и Челябинским трубопрокатным заводом (ЧТПЗ) в рамках ФПГ «Носта-Трубы-Газ». Ухудшение в 1998 г. внешнеэкономической конъюнктуры для нефтегазовой отрасли сказались на сбыте труб. Однако после августа 1998 г. проблемы ЧТПЗ сместились в сферу снабжения завода металлом. Низкая платежеспособность внутреннего рынка, высокая доходность экспорта, отсутствие оборотных средств у металлургов ослабили их текущую заинтересованность в поставках металла на внутренний рынок. Это стало испытанием и для связей между партнерами по ФПГ. Срыв поставок металла помешал выполнению договорных обязательств ЧТПЗ перед ОАО "Сургутнефтегаз" и АК "Транснефть". По одному из цехов ЧТПЗ простои по причине отсутствия металла составили 62,6%. Встал вопрос о

²⁴ Более подробный анализ, подкрепленный развернутой статистической базой, содержится в готовящейся к публикации коллективной монографии «Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках» (Бюро экономического анализа).

переориентации кооперационных связей ЧТПЗ на других поставщиков – ОАО «ММК», ОАО «Мечел». Реальна перспектива распада группы. Более тесные имущественные связи, например, участие ОАО «НОСТА» в капитале и прибылях ЧТПЗ могли бы предотвратить такое развитие событий. ОАО «ММК», ОАО «Мечел» находятся в той же Челябинской области, что и ЧТПЗ. Можно допустить, что это обстоятельство способно стать фактором повышения договорной дисциплины при соответствующей активности областной администрации.

Финансовый кризис оказывает дестабилизирующее влияние на распределение прав собственности в российской экономике. В силу переживаемых банками трудностей ФПГ воспринимаются как наименее устойчивые структуры. Однако анализ ряда крупнейших компаний официальных ФПГ позволяет усомниться в универсальности такого заключения. В значительной части компаний этих групп достигнута относительная стабилизация состава акционеров. Среди факторов такой стабилизации: фактическое превращение компании в дочернее общество по отношению к распределенному холдингу («Завод им. Дегтярева»); приобретение управляющими статуса влиятельных акционеров своей компании (АО «Куйбышевозот»); опирающееся на крупные государственные пакеты акций стратегическое участие регионов в деятельности предприятий («Химпром», г. Новочебоксарск; «Ижсталь»); наличие не только портфельных, но и стратегических зарубежных инвесторов (Борский стекольный завод); взаимоучастие в капитале в рамках ФПГ при учете не только официальных, но и фактических партнеров по группе (ГАЗ, РАО «Норильский никель», НК «ЛУКойл»).

Относительная стабилизация структуры прав собственности ведет к снижению оттока ресурсов, расходуемых на перераспределение этих прав или на противодействие такому перераспределению. Этой экономии может быть недостаточно для достижения высокой эффективности. Так, компании с высокой степенью контроля эмитента над размещенными акциями (НК «ЛУКойл», АО «КамАЗ») демонстрируют весьма разные результаты. Просроченные задолженности перед кредиторами или бюджетом оборачиваются ослаблением такого контроля (АО «КамАЗ», АО «АвтоВАЗ») при погашении задолженностей акциями. В соответствии с решением о выпуске именных облигаций ОАО "КамАЗ", зарегистрированным Региональным отделением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг 26 ноября 1998 года, Общество должно разместить по закрытой подписке среди кредиторов именные облигации, конвертируемые в обыкновенные именные акции.

Российская практика дает примеры роста производства, когда до стабилизации структуры собственности еще далеко²⁵. При анализе того, как влияет на деятельность предприятий неустойчивость структуры прав собственности, следует выделять два аспекта этой деятельности: использование уже имеющихся мощностей; реализация инвестиционных проектов.

Отсутствие стабильности в составе акционеров создает неопределенность в отношении того, кто будет пожинать плоды инвестиций. Это оказывает угнетающее воздействие на инвестиции. Исключением является случай, когда неустойчивость структуры прав собственности благоприятствует извлечению менеджерами собственных выгод из инвестиционных расходов. Что же касается уже имеющихся мощностей, борьба за власть над предприятием стимулирует тех, кто пока контролирует его, к повышению загрузки мощностей. Достижимые же успехи провоцируют дальнейшее обострение соперничества среди акционеров. Нарастание кредиторской задолженности, призванное несколько охладить претендентов на контрольный пакет акций, нередко приводит к тому, что в борьбу за власть над предприятием активно включаются и кредиторы.

В целом, нет достаточных оснований для того, чтобы объяснить преимущества официальных российских ФПГ в динамике производства²⁶ исключительно структурой акционерной собственности, использованием в этих группах механизмов интеграции на основе имущественных связей.

Объединение в ФПГ кооперирующихся предприятий нередко диктуется их стремлением к укреплению партнерских отношений при отсутствии сильных имущественных связей. Для этого некоторые координирующие функции делегируются центральной компании группы. Например, центральная компания Волжко-Камской ФПГ предприняла значительные и результативные усилия по поиску баланса интересов АвтоВАЗа и его поставщиков, чтобы сдержать рост цен на материалы и комплектующие. Спектр внутригрупповых механизмов, способных действовать не на имущественной основе, был представлен выше при изложении принципов классификации бизнес-групп. Такого рода механизмы вносят свой вклад в более высокие результаты деятельности групп, охватывающих кооперирующиеся предприятия²⁷.

²⁵ См.: Дементьев В. Промышленное производство в российских ФПГ: испытание кризисом 1998 года // Российский экономический журнал, 1999, № 12.

²⁶ См. там же.

²⁷ См. там же.

На этом фоне повышается привлекательность участников ФПГ как заемщиков капитала. Поскольку промышленные компании ФПГ развиваются успешнее промышленности в целом, их кредитование сопряжено с меньшим риском. Своего рода сертификацией партнеров по группе выступает процедура получения официального статуса ФПГ, благодаря чему промышленные участники группы предстают привлекательными заемщиками не только для входящих в нее, но и для сторонних банков. Для предприятий среднее соотношение между заемными средствами (на 01.01.99) и выручкой от реализации за 1998 г. превышает 0,5. Для промышленности в целом это соотношение составляет 0,3. Несмотря на банковский кризис, для промышленных участников ФПГ заемные средства были более доступны, чем для промышленности в целом.

Анализ акционерных связей банков-учредителей официальных ФПГ показывает, что принципиальных различий между банками и крупнейшими промышленными компаниями групп нет. Основные выводы – о слабости акционерного влияния банков на партнеров по группе и перекрестного владения акциями между банками и другими участниками, – сохраняют свое значение. Из более чем 100 банков-учредителей ФПГ только 25 обнаруживают акционерные связи с партнерами по группе, когда либо эти партнеры выступают акционерами банка, либо последний располагает долей в акционерном капитале других участников группы (помимо ее центральной компании).

Среди банков-учредителей ФПГ опирающиеся на акционерные связи в рамках своей группы банки демонстрируют вдвое более высокую устойчивость. Среди имеющих имущественные связи банков только у 4 (что составляет 16%) лицензия отозвана или ее действие приостановлено. Среди банков ФПГ, не имеющих акционерных связей с партнерами по группе, с отозванной либо ликвидированной лицензией оказалась треть банков. За счет чего достигается такая устойчивость? Хотя банки ФПГ остаются среди основных кредиторов промышленных партнеров по группе, устойчивые банки демонстрируют осторожность в формировании структуры активов. Доля кредитов в активах этих банков даже ниже, чем по банковской системе России в целом. Банки ФПГ стремятся к расширению собственной и родственных компаний доли на рынках лизинговых, факторинговых, страховых и прочих финансовых услуг.

Имущественное влияние на промышленное предприятие со стороны банка – рычаг переключения расчетов предприятия на банк и родственные ему структуры. Симптоматично в этом отношении, что за победой ОНЭКСИМ Банка в залоговом аукционе по акциям РАО "Норильский никель" последовали перемены в составе

страховщиков РАО. Потеснив "Ингорстрах" и несколько других страховых компаний, статус генерального страховщика всех входящих в РАО предприятий получила компания "Интеррос-Согласие", близкая ОНЭКСИМ Банку и участвующая в ФПГ "Интеррос". Дополнительное пенсионное обеспечение работников РАО возьмет на себя входящий в ту же группу негосударственный пенсионный фонд "Интеррос-Достоинство". Символично создание филиала этого фонда на базе ликвидированного НПФ "Норильский никель".

Акционерные связи между банком и партнерами по ФПГ облегчают согласование интересов при выработке и реализации эффективных схем взаиморасчетов в группе, при оптимизации налоговых обязательств. Расширяются возможности для маневрирования ресурсами, включая пакеты акций. Так, определенной подстраховкой и подспорьем для Автобанка, испытывавшего трудности после августа 1998 г., стала продажа пакета акций ОАО «ГАЗ» страховой компании «Россия». То обстоятельство, что председатель совета директоров этой компании и председатель АКБ "Автобанк" – одно лицо, не только облегчило заключение такой сделки, но и помогло сохранению тесных отношений между банком и ОАО «ГАЗ».

В условиях увеличения роли доходов, извлекаемых банком из предоставления партнерам по ФПГ отличных от кредитования услуг, именно баланс интересов становится залогом устойчивого положения банка. Заботясь об участниках группы, банк сохраняет потребителей таких услуг. Предоставляя возможность другим банкам участвовать в кредитовании своих партнеров по группе, банки ФПГ тем самым добиваются расширения сферы своего реального финансового контроля, роста спроса на эти услуги.

Значительная доля инсайдерского контроля над промышленными компаниями затрудняет решение проблемы «принципал-агент» для этих компаний с помощью только акционерных и кредитных механизмов. Оказываемые банками финансовые услуги создают дополнительные рычаги воздействия на инсайдеров, что повышает эффективность интеграции внутри ФПГ.

Повышение работоспособности отечественных ФПГ нередко связывают с наращиванием капитала центральной компании, с усилением имущественных рычагов воздействия на партнеров по группе со стороны этой компании. Однако реальные тенденции в сфере имущественной интеграции свидетельствуют о сложности массовой реализации такого подхода. Общеизвестной проблемой развития акционерных отношений в России служит относительная слабость собственников-аутсайдеров по

сравнению с инсайдерами, прежде всего, менеджерами. Курс на быструю трансформацию более мягких объединений (в том числе финансово-промышленных групп) в классические холдинги в этих условиях может оказаться малорезультативным. Директивные предписания по углублению имущественных связей, не подкрепленные соответствующими мерами государственной поддержки, способны затормозить формирование в отечественной экономике способных к конкуренции на мировом рынке интегрированных структур.

В российских условиях, как и в мировой практике в целом, комбинирование акционерных и неимущественных механизмов интеграции увеличивает гибкость системы координации в промышленности и позволяет повысить ее эффективность. Об этом свидетельствует широкое распространение и зачастую эффективное функционирование (хотя бы с точки зрения активных участников) таких объединений предприятий, что весьма отличаются от классических холдингов и мультидивизиональных компаний. Целесообразна активизация исследований по сочетаемости акционерных и неимущественных механизмов интеграции, по оценке рациональности различных их комбинаций с народнохозяйственных и частнопредпринимательских позиций, с учетом отраслевой специфики, степени продвинутости в развитии рыночной инфраструктуры.