

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

Я. И. Короткова¹

МГУ имени М. В. Ломоносова (Москва, Россия)

УДК: 336.648

БИЗНЕС-ГРУППЫ И ИХ ВНУТРЕННИЕ РЫНКИ КАПИТАЛА: ЗАРУБЕЖНЫЙ И РОССИЙСКИЙ ОПЫТ

Современные бизнес-группы оказывают мощнейшее влияние на экономическое развитие как развитых, так и развивающихся стран, актуализируя изучение экономических основ успеха этих институциональных структур. В статье проводится систематизация зарубежного и отечественного опыта в области функционирования внутренних рынков капитала бизнес-групп, которые могут стать важнейшим стратегическим преимуществом бизнес-групп, предоставляя компаниям-участникам «эксклюзивные» возможности для более эффективного перераспределения внутригрупповых финансовых средств. Методологическую основу исследования составили методы систематизации, а также статистического и сравнительного анализа. В ходе исследования было показано, что бизнес-группы вносят существенный вклад в промышленное производство и, представляя собой большую часть корпоративного сектора (с точки зрения числа участников, отраслевого охвата, величины активов, прибыли и рыночной капитализации), играют значимую роль в экономическом развитии различных стран, а внутренние рынки капитала бизнес-групп используются для смягчения финансовых ограничений и спасения слабых компаний-участников и тем самым способствуют сохранению и дальнейшему усилению позиций интегрированных структур. На основе анализа широкого круга эмпирических исследований в статье выделены ключевые эффекты перераспределения групповых финансовых ресурсов в разрезе трех основополагающих мотивов контролирующих собственников. Продемонстрировано, что в современных экономических условиях у российских компаний, аффилированных с бизнес-группами, возникает все больше предпосылок к использованию внутренних рынков капитала для преодоления дефицита внешнего финансирования. Оценки объемов средств, вовлеченных в финансовые операции со связанными сторонами, подтвердили тезис о возрастании роли внутренних рынков капитала российских бизнес-групп в финансовой деятельности компаний. Результаты и выводы работы могут быть применены в практической деятельности консультантов и финансовых менеджеров, стремящихся повысить финансовую обеспеченность компаний, аффилированных как с российскими, так и зарубежными бизнес-группами.

¹ Короткова Яна Игоревна — аспирант экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова; e-mail: yikortkova@econ.msu.ru, ORCID: 0000-0002-5830-8468.

Ключевые слова: бизнес-группа, внутренний рынок капитала, смягчение финансовых ограничений, спасение слабых предприятий, вывод активов, связанные стороны, контролирующий собственник.

Цитировать статью: Короткова, Я. И. (2021). Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала: зарубежный и российский опыт. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, (5), 72–90. <https://doi.org/10.38050/01300105202154>.

Ya. I. Korotkova

Lomonosov Moscow State University (Moscow, Russia)

JEL: G32

BUSINESS GROUPS AND THEIR INTERNAL CAPITAL MARKETS: THE FOREIGN AND RUSSIAN EXPERIENCE

Modern business groups have a powerful impact on the economic development of both developed and developing countries making it relevant to study the economic foundations of the success of these institutional structures. The article provides a systematization of international and national experience in the functioning of internal capital markets of business groups that can become one of most important strategic advantages of business groups by providing member companies with “exclusive” opportunities for efficient redistribution of intragroup funds. The methodological base of the study incorporates methods of systematization as well as statistical and comparative analysis. The study shows that business groups make a significant contribution to industrial production and, representing a large part of corporate sector (in terms of number of participants, industry coverage, size of assets, profits and market capitalization), play a significant role in the economic development of various countries. Internal capital markets of business groups are used to mitigate financing constraints and rescue weak member-companies, thus, help maintain and further strengthen the positions of integrated structures. Drawing on a wide range of empirical studies, the article highlights key effects of the redistribution of group financial resources in the context of three fundamental motives of controlling owners. The study demonstrates that under the current economic conditions Russian companies affiliated with business groups are imposed with more prerequisites to use internal capital markets to overcome external financing deficit. Estimated amounts of funds involved in financial transactions with related parties confirm the thesis on the growing role of Russian business groups’ internal capital markets in corporate financing activities. Results and conclusions of this paper can be applied in practice by consultants and financial managers seeking to improve the funding of companies affiliated with both Russian and foreign business groups.

Keywords: business group, internal capital market, financing constrains, propping, tunneling, related parties, controlling owner.

To cite this document: Korotkova, Ya.I. (2021). Business groups and their internal capital markets: the foreign and Russian experience. *Moscow University Economic Bulletin*, (5), 72–90. <https://doi.org/10.38050/01300105202154>.

Введение

Мировой опыт функционирования крупного бизнеса свидетельствует о высокой роли бизнес-групп как институциональных структур, которые благодаря распределению финансовых ресурсов среди аффилированных компаний в условиях неопределенности и/или дефицита внешних источников капитала глубоко проникли в экономические процессы целых стран и регионов. Экономический успех бизнес-групп и входящих в них компаний можно связать с двумя видами мотивов к выстраиванию и сохранению интегрированных структур: *внешних и внутренних*. К *внешним мотивам*, обусловленным взаимодействием предприятий с внешней средой, следует отнести: сокращение асимметрии информации и транзакционных издержек, адаптацию к недостаточно развитому институциональному окружению, внутригрупповую координацию действий на рынках, «аккумуляцию» переговорной силы для взаимодействия с другими экономическими агентами. *Внутренние мотивы* диктуются потребностями компаний в различных ресурсах: производственных мощностях, информации, капитале, трудовом и предпринимательском ресурсах. Их совместное использование в рамках бизнес-группы создает положительные интеграционные эффекты.

В данной статье мы сфокусируем наше внимание на внутригрупповом перераспределении финансовых ресурсов среди участников бизнес-групп, выбирая внутренние рынки капитала бизнес-групп в качестве объекта исследования.

Внутренний рынок капитала характеризуют через финансовые связи между компаниями — участниками бизнес-группы (Gopalan et al., 2007, с. 760) и распределение финансовых средств между бизнес-подразделениями (компаниями группы) (Beyer et al., 2017). Наиболее емко, на наш взгляд, сущность внутреннего рынка капитала отражает его трактовка как «системы движения долгосрочных финансовых ресурсов непосредственно между бизнес-единицами, а также между бизнес-единицами и головной компанией» группы (Кулемин, 2007, с. 7). В то же время нам представляется целесообразным убрать из данного определения условие об исключительно долгосрочном характере перераспределяемых фондов, так как краткосрочное фондирование в форме кредитов и займов на срок менее года исторически имеет большое значение в финансировании деятельности российских компаний.

При условии добросовестного характера мотивационных установок контролирующих собственников к перераспределению внутригрупповых финансовых средств внутренние рынки капитала бизнес-групп являются одним из их важнейших стратегических преимуществ, позволяя поддерживать должную финансовую обеспеченность компаний-участников. Цель статьи заключается в систематизации зарубежного и отече-

ственного опыта в области функционирования внутренних рынков капитала бизнес-групп. В первой части работы через обращение к количественным и качественным характеристикам бизнес-групп в различных странах мира обосновывается необходимость исследования внутренних рынков капитала интегрированных структур как источника финансовой поддержки их экономического доминирования. Вторая часть работы раскрывает экономические последствия обращения компаний к внутренним рынкам капитала бизнес-групп в разрезе трех основных мотивов контролирующих собственников к совершению финансовых операций со связанными сторонами. В третьей части статьи выделяются предпосылки к использованию российскими компаниями средств внутренних рынков капитала бизнес-групп, оцениваются объемы и динамика их использования в 2014–2019 гг. компаниями, чьи акции (по состоянию на начало 2021 г.) входят в первый уровень листинга Московской биржи. В заключении с учетом двойственного характера потенциального влияния внутренних рынков капитала бизнес-групп на экономическое развитие стран и благополучие стейкхолдеров выдвигается тезис о необходимости дальнейшего исследования внутренних рынков капитала интегрированных структур в контексте их государственного правового регулирования.

Полученные в ходе исследования результаты могут быть использованы финансовыми менеджерами и государственными структурами при разработке мер по смягчению финансовых ограничений бизнеса.

Экономическое положение бизнес-групп за рубежом и в России

Во многих странах опыт последних десятилетий показывает, что экономическое развитие и либерализация, улучшение институциональной среды бизнеса не только не приводят к исчерпанию потребности в функционировании бизнес-групп, но и способствуют усилению их экономических позиций.

В Китае бизнес-группы обеспечивают порядка 60% промышленного производства страны (He et al., 2013, p. 167), и число крупных китайских бизнес-групп только растет: с 2,3 тыс. в 1997 г. до почти 3 тыс. в 2008 г. (Tan, Ma, 2016). Превалирование государственных организаций среди публичных компаний, значительные политические ресурсы государственных бизнес-групп, позволяющие им лоббировать свои финансовые интересы, приводят к высокому уровню финансовой ограниченности компаний из частных бизнес-групп, побуждая их активно использовать свои внутренние рынки капитала (Tan, Ma, 2016).

В Индии каждая из 500 крупнейших по рыночной капитализации на 2019 г. публичных компаний является участником бизнес-группы (OECD, 2020). При этом рост интегрированных структур был как экс-

тенсивным, так и интенсивным: с начала 1990-х гг. общее количество индийских бизнес-групп возросло с 370 до 520–550, при этом среднее число дочерних организаций в одной бизнес-группе увеличилось с 2,4 до 5,8, а среднее количество отраслей функционирования аффилированных с группой компаний — с 1,9 до 3,5. На долю индийских бизнес-групп приходится, с одной стороны, порядка трети от общего числа компаний в стране и, с другой стороны, свыше двух третей от совокупной выручки и прибыли корпоративного сектора Индии (Chittoor et al., 2015, p. 1285).

В Южной Корее по состоянию на 2019 г. в список крупнейших бизнес-групп страны, раскрываемый Комиссией по справедливой торговле, вошли 59 бизнес-групп с активами свыше 5 трлн вон (в совокупности контролирующих 2103 компании), из них 34 бизнес-группы обладали активами свыше 10 трлн вон (с общим числом дочерних компаний 1421). На конец 2018 г. четверть (196 из 781) компаний, имеющих листинг на Сеульской фондовой бирже, входили в состав крупнейших бизнес-групп, при этом на их долю приходилось более 70% совокупной рыночной капитализации (OECD, 2020).

В Тайване, несмотря на превалирующую роль рыночных сил, а не государственной политики в формировании бизнес-групп, на входящие в состав бизнес-групп публичные компании также приходится порядка 60% капитализации рынка акций Тайваньской биржи (Yeh, Lin, 2020, p. 6), при этом 40% совокупной рыночной капитализации обеспечивают входящие в 10 крупнейших тайваньских бизнес-групп публичные компании.

В Италии, по оценкам на 2014 г., на входящие в состав бизнес-групп компании приходилось около 55% совокупной добавленной стоимости, создаваемой в стране, при этом сотрудники аффилированных с бизнес-группами компаний составляли третью часть общего числа занятых в сфере услуг и промышленности (Santioni et al., 2020, p. 778).

В соответствии с мировой практикой в России бизнес-группы также занимают лидирующее экономическое положение в стране в течение последних десятилетий. По состоянию на начало 2021 г. все российские акционерные общества, чьи акции включены в котировальную часть списка торгуемых инструментов Московской биржи (Московская биржа, н.д.), входят в состав бизнес-групп. Аффилированность с крупными бизнес-группами лежит в основе взлета многих быстрорастущих компаний («газелей») России; основные сценарии успеха таких компаний основаны на (1) их встроенности в вертикально интегрированные структуры, (2) реализации дорогостоящих и высокоэффективных инвестиционных проектов с опорой на внутригрупповое финансирование, (3) стремительном развитии из бизнес-подразделения в полноценную организацию — участника бизнес-группы (Юданов, Яковлев, 2018). Основой реализации второго

и третьего сценариев служит активное функционирование внутренних рынков капитала бизнес-групп, позволяющих перераспределять временно свободные групповые финансовые ресурсы в пользу компаний с обширной инвестиционной программой (сценарий 2) и новых фирм, запускаемых в рамках группы (сценарий 3).

Эффекты активных внутренних рынков капитала бизнес-групп: систематизация мирового опыта

Результаты функционирования внутренних рынков капитала бизнес-групп во многом определяются мотивацией, положенной в основу движения финансовых ресурсов между компаниями группы. Можно выделить три ключевых мотива к использованию внутреннего рынка капитала, нашедших отражение в соответствующих теоретических гипотезах:

- 1) *гипотеза смягчения финансовых ограничений* (financing advantage), согласно которой внутренние рынки капитала используются для финансирования экономически эффективных инвестиционных проектов в условиях ограниченности доступного финансирования;
- 2) *гипотеза спасения слабых предприятий* (propping), согласно которой внутренние рынки капитала используются для поддержки компаний, входящих в бизнес-группу, в случае финансовых затруднений;
- 3) *гипотеза вывода активов* (tunneling), согласно которой внутренние рынки капитала используются для извлечения частных выгод в ущерб миноритарным акционерам компаний группы.

Пример КНР демонстрирует, что использование внутреннего рынка капитала бизнес-групп чаще всего нацелено на смягчение финансовых ограничений аффилированных компаний, что, по оценкам различных исследователей, выражается в росте инвестиционной активности фирм (Tan et al., 2018), сокращении чувствительности инвестиций к денежному потоку организации (особенно сильном в случае контролируемых государством фирм) (He et al., 2013), сокращении избыточной потребности в денежных средствах, вызванной несовершенными внешними рынками капитала (Wang, Wang, 2019). Эти результаты свидетельствуют о том, что для китайских бизнес-групп их внутренние рынки капитала служат важнейшим механизмом управления финансовой обеспеченностью компаний-участников.

Вместе с тем можно выделить еще одну группу исследований китайских интегрированных структур, свидетельствующих в пользу других мотивов использования внутренних рынков капитала бизнес-групп — вывода активов контролирующими собственниками, а также спасения слабых предприятий. В частности, было показано, что фондовые рынки реагируют на объявления компаниями о сделках со связанными сторонами положительно, если объявившая о сделке компания находится в неудовлет-

ворительном финансовом состоянии (в этом случае сделка, вероятнее, мотивируется спасением слабого предприятия), и отрицательно — если компания характеризуется хорошим финансовым положением (в этом случае сделка, вероятнее, мотивируется выводом активов) (Peng et al., 2011). Вследствие жесткого регулирования китайских фондовых рынков со стороны государства (с одной стороны, затрудняющего обретение компаниями статуса публичных и, с другой стороны, предусматривающего делистинг публичных компаний в случае их убыточности в течение трех лет подряд) сохранение публичного статуса компаний, имеющих листинг на биржах страны и столкнувшихся с временными финансовыми затруднениями, является объективно важной задачей для всех фирм, входящих в ту же бизнес-группу; при этом фирмы, кредитующие такие компании в рамках внутренних рынков капитала, в результате также часто сталкиваются с падением стоимости акций и убытками (Jiang et al., 2010).

Сочетание различных мотивов к использованию внутренних рынков капитала характерно, как свидетельствует анализ проведенных в этой области исследований, и для бизнес-групп Индии. По меньшей мере в конце 1990-х — начале 2000-х гг. внутригрупповые займы использовались для поддержки слабых компаний бизнес-групп. Это способствовало снижению риска банкротства как фирм, получающих внутригрупповое финансирование, так и других участников группы и, следовательно, предотвращало сжатие внешнего финансирования, сокращение инвестиций и падение рентабельности бизнес-группы, неизбежных при банкротстве слабого участника (Gopalan et al., 2007). В то же время использование внутреннего рынка капитала позволяло также смягчать финансовые ограничения аффилированных индийских компаний, о чем свидетельствовали большие объемы инвестиций компаний — участников бизнес-групп по сравнению с независимыми фирмами (Bhaumik et al., 2012).

Исследования по данным европейских бизнес-групп обосновывают использование внутреннего рынка капитала как мотивом смягчения финансовых ограничений (Stiebale, Wößner, 2020; Santioni et al., 2020; Bena, Ortiz-Molina, 2013; Dewaelheyns, Van Hulle, 2010; Gorodnichenko et al., 2009), так и мотивом спасения слабых предприятий (Gurunlu, 2018; Olbert, 2019). Свидетельства в пользу вывода активов путем перераспределения финансовых ресурсов на внутреннем рынке капитала выявлялись исследователями бизнес-групп в странах «Большой семерки» и в Болгарии (Paligorova, Xu, 2012; Atanasov et al., 2010).

Использование бизнес-группами внутренних рынков капитала влечет за собой разнообразные эффекты, способные как благоприятно, так и негативно влиять на экономических агентов в частности и экономическое развитие — в целом. Характер такого влияния во многом обуславливают рассмотренные мотивы, побуждающие контролирующих собственни-

ков бизнес-групп прибегать к использованию их внутренних рынков капитала.

1) *Перераспределение групповых финансовых ресурсов на внутреннем рынке капитала для смягчения финансовых ограничений* участников группы приводит к целому ряду эффектов, затрагивающих инвестиционную активность компаний, их ликвидность, структуру капитала, финансовый статус в бизнес-группе, но не ограничивающихся ими.

1а) *Рост инвестиций.* Опыт Китая (Tan et al., 2018), Индии (Bhaumik et al., 2012), Южной Кореи (Almeida et al., 2015), Тайваня (Yeh, Lin, 2020) и Чили (Buchuk et al., 2014) показывает, что взаимодействие компаний на внутреннем рынке капитала бизнес-группы, мотивированное смягчением финансовых ограничений, оказывает положительное воздействие на инвестиционную активность фирм, особенно быстрорастущих компаний (Yeh, Lin, 2020) и компаний-реципиентов (Buchuk et al., 2014). Исследователями отмечается сокращение чувствительности инвестиций компаний к их денежному потоку, характерное для участников бизнес-групп как из развивающихся стран (He et al., 2013; Yeh, Lin, 2020), так и развитых (Gorodnichenko et al., 2009). В бизнес-группах Германии этот эффект характерен преимущественно для небольших компаний (Gorodnichenko et al., 2009), в Китае — для государственных бизнес-групп (He et al., 2013).

1б) *Снижение доли денежных средств в активах.* Исследования внутренних рынков капитала европейских и китайских бизнес-групп свидетельствуют, что в результате смягчения финансовых ограничений компаний, вовлеченных во внутригрупповые финансовые операции, потребность этих фирм в ликвидности сокращается, приводя к снижению доли денежных средств в совокупных активах (Stiebale, Wößner, 2020; Wang, Wang, 2019).

1в) *Замещение внешнего финансирования внутригрупповым.* Участие во внутригрупповых кредитных операциях позволяет компаниям — участникам бизнес-групп снизить долю внешних источников капитала в общем объеме привлеченного финансирования за счет частичного их замещения внутригрупповыми финансовыми средствами (Buchuk et al., 2014). Как показывают исследования, на силу этого эффекта может положительно влиять доля участия контролирующего акционера группы в капитале компании (Saona et al., 2018), емкость внутреннего рынка капитала бизнес-группы и степень финансовой ограниченности компаний (Dewaelheyns, Van Hulle, 2010).

1г) *Способствование созданию в рамках бизнес-группы новых компаний и их выводу на IPO.* Как показывает пример европейских бизнес-групп, еще одно благоприятное следствие управления финансовой обеспеченностью компаний группы с помощью внутреннего рынка капитала заключается в том, что создаваемые с нуля в рамках бизнес-групп фирмы в среднем превосходят независимые стартапы по величине активов, собственного

капитала и способны выдерживать более продолжительные убыточные периоды (Bena, Ortiz-Molina, 2013). При появлении крупного инвестиционного проекта создание новой публичной компании может быть выгодно контролирующим собственникам бизнес-группы благодаря возможности привлечь большой объем внешнего капитала без размыwania их прав собственности, неизбежного при проведении SPO существующими участниками группы. Присоединение создаваемой компании к функционирующему внутреннему рынку капитала бизнес-группы позволяет сократить финансовые барьеры, минимизировать дисконт в ходе IPO. На практике бизнес-группы с менее емкими внутренними рынками капитала чаще проводят SPO для финансирования крупных проектов, тогда как группы с большим объемом внутригрупповых финансовых ресурсов чаще проводят IPO компаний-участников (Masulis et al., 2017).

1д) *Более уверенное преодоление макроэкономических кризисов.* В периоды макроэкономических кризисов доступ компаний к внутреннему рынку капитала своих бизнес-групп обретает особо важное значение для управления финансовой обеспеченностью в условиях неопределенности и сжатия внешнего финансирования (Almeida et al., 2015; Santioni et al., 2020). Функционирование внутренних рынков капитала обеспечивает компаниям — участникам бизнес-групп большую вероятность получения внешнего финансирования и меньшую вероятность банкротства (Santioni et al., 2020).

2) Ряд исследований по данным бизнес-групп Китая (Peng et al., 2011), Индии (Gopalan et al., 2007), Южной Кореи (Bae et al., 2008), стран Европы (Olbert, 2019; Gurunlu, 2018) демонстрирует, что операции на внутренних рынках капитала бизнес-групп могут периодически мотивироваться *спасением слабых предприятий*, при этом предоставление финансовой помощи испытывающим финансовые затруднения компаниям с помощью внутреннего рынка капитала группы приводит в действие эффекты, связанные с ростом курсовой стоимости акций компании и предотвращением негативных внешних эффектов в отношении всей группы компаний (включая, но не ограничиваясь, уменьшение вероятности банкротства других компаний, возникновения репутационных потерь, падения объемов внешнего финансирования), с использованием возникающих налоговых преимуществ.

2а) *Рост рыночной стоимости акций поддерживаемой компании.* Анализ динамики рыночной стоимости акций компаний — участников китайских бизнес-групп показал, что фондовый рынок положительно воспринимает новости о заключении компанией, столкнувшейся с финансовыми затруднениями, сделок со связанными сторонами, рассматривая такие сделки как инструмент спасения данной фирмы (Peng et al., 2011).

2б) *Предотвращение негативных внешних эффектов в отношении остальных компаний группы.* Функционирование индийских бизнес-групп де-

монстрирует, что банкротство одной из компаний группы влечет за собой целый ряд негативных экстерналий для остальных участников бизнес-группы, таких как репутационные потери, падение объемов внешнего финансирования, снижение инвестиционной активности и рентабельности компаний и, как следствие, возрастание вероятности их банкротства (Gopalan et al., 2007). Использование средств внутреннего рынка капитала бизнес-группы для оказания финансовой поддержки слабого участника группы позволяет не допустить развития негативных сценариев такого рода для всех компаний бизнес-группы.

2в) *Сохранение налоговых щитов по убыткам компании-реципиента.* Сохранение жизнеспособности компании, столкнувшейся с серьезными финансовыми затруднениями, путем перераспределения финансовых ресурсов бизнес-группы на внутреннем рынке капитала позволяет этой компании воспользоваться в будущем налоговыми щитами по понесенным убыткам. Свидетельства, полученные с использованием обширной международной выборки бизнес-групп, подтверждают гипотезу о том, что вероятность спасения слабого участника бизнес-группы действительно положительно зависит от величины налоговой экономии, связанной с убытками фирмы — кандидата на получение финансовой поддержки группы (Olbert, 2019). Платой за выгоды такой налоговой оптимизации выступает падение продуктивности использования финансовых ресурсов бизнес-группы из-за их перераспределения в пользу менее экономически эффективных предприятий.

3) Перераспределение финансовых ресурсов на внутреннем рынке капитала бизнес-группы, мотивируемое *выводом активов* контролирующими собственниками, является абсолютно деструктивной практикой из-за создаваемых негативных эффектов, включающих в себя снижение рентабельности активов, цены и доходности акций компаний-доноров, нарастание их долговой нагрузки, увеличение вероятности возникновения финансовых затруднений у компаний группы и их делистинга.

3а) *Падение рентабельности активов компаний группы, доходности акций.* Вывод активов из компании с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы предполагает, что кредиторами связанных сторон чаще всего становятся прибыльные компании с низкой долей контролирующего акционера в их дивидендах. В результате преследования контролирующими собственниками своих частных интересов компании-доноры испытывают падение рентабельности активов (Atanasov et al., 2010) и доходности их акций (Peng et al., 2011).

3б) *Рост долговой нагрузки компаний-доноров.* Пример бизнес-групп из стран «Большой семерки» демонстрирует, что для компаний, подверженных большому риску экспроприации со стороны контролирующих акционеров, часто характерен большой уровень долговой нагрузки. Это позволяет контролирующим собственникам увеличивать «донорский»

потенциал компании без размывания своих прав контроля (Paligorova, Xu, 2012).

3в) *Усиление рисков возникновения финансовых затруднений компаний и их делистинга (при наличии у компании публичного статуса)*. Наиболее показательным в отношении рисков деструктивной политики контролирующих акционеров, на наш взгляд, является опыт китайских бизнес-групп. Сокращение финансовой обеспеченности компаний-доноров, снижение рентабельности их активов влекут за собой увеличение рисков возникновения финансовых затруднений, убытков, что для публичных компаний Китая неизбежно означает также угрозу приостановки права на размещение дополнительных выпусков акций и даже делистинга компании (Jiang et al., 2010).

Итак, предпринятая нами систематизация эффектов от перераспределения финансовых ресурсов на внутренних рынках капитала интегрированных структур в различных регионах и странах показывает, что активное функционирование внутреннего рынка капитала бизнес-группы невозможно априори трактовать как сугубо благоприятное или неблагоприятное обстоятельство. Анализ результатов исследований внутренних рынков капитала с акцентом на страновую принадлежность бизнес-групп в изучаемых выборках показывает, что даже в идентичных экономических и институциональных условиях функционирование внутреннего рынка капитала различных бизнес-групп может быть обусловлено разными мотивами и соответственно оказывать принципиально разное влияние на участников внутригрупповых финансовых операций. В связи с этим целесообразно отдельно исследовать функционирование внутренних рынков капитала бизнес-групп в России.

Предпосылки и масштабы использования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп

В последние годы в России все активнее формируются предпосылки к тому, чтобы более финансово обеспеченные участники бизнес-групп выступали «кредиторами первой инстанции» для тех аффилированных компаний, которые испытывают дефицит финансирования в условиях не просто ограниченных, но и объективно сокращающихся финансовых ресурсов внешних инвесторов.

Введение в 2014 г. и последующее расширение экономических санкций против российских компаний существенно сократили объемы зарубежного финансирования отечественного бизнеса. Это подтверждается динамикой внешнего долга российского корпоративного сектора (табл. 1), сократившегося с 651,2 млрд долл. США на начало 2014 г. до 389,1 млрд долл. (–40,2%).

**Динамика внешней задолженности корпоративного сектора РФ
в 2013–2020 гг. (на конец года), млрд долл. США
(если не указано иное)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Задолженность банковского сектора	214,4	171,5	131,7	119,4	103,4	84,6	77,0	72,1
Темп прироста, % (год к году)		–20,0%	–23,2%	–9,4%	–13,4%	–18,2%	–9,0%	–6,4%
Задолженность прочих секторов	436,8	376,2	344,5	341,1	345,0	314,4	330,6	316,9
Темп прироста, % (год к году)		–13,9%	–8,4%	–1,0%	1,1%	–8,9%	5,2%	–4,1%
Итого задолженность корпоративного сектора	651,2	547,7	476,3	460,5	448,3	399,0	407,6	389,1
Темп прироста, % (год к году)		–15,9%	–13,0%	–3,3%	–2,6%	–11,0%	2,2%	–4,5%

Источник: составлено автором по данным Банка России (URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/).

Сжатие объемов зарубежного финансирования не было компенсировано притоком капитала от российских инвесторов. Объемы банковского кредитования российских нефинансовых организаций, хотя и продемонстрировали общий рост в абсолютном выражении с 22,5 трлн руб. на начало 2014 г. до 33,8 трлн руб. на начало 2020 г. (табл. 2), фактически не изменились в отношении к валовому внутреннему продукту (30,8% на начало 2014 г. против 30,7% на начало 2020 г.) и сократились в отношении к совокупным активам банковского сектора (с 39,2 до 35%). По итогам последних лет привлечение дополнительных объемов собственного капитала российскими компаниями от широкого круга инвесторов с помощью первичных (IPO) и вторичных (SPO) размещений акций не продемонстрировало устойчивого подъема, а объем сделок слияний и поглощений (M&A) — одного из важных факторов развития бизнеса — существенно сократился (табл. 3). Несмотря на значительный рост номинальной стоимости облигационных выпусков, размещаемых российскими компаниями на Московской бирже, в период 2015–2017 гг., с 2018 г. наблюдается постепенное снижение объемов средств, ежегодно привлекаемых отечественным корпоративным сектором в форме облигационных займов на внутреннем рынке (табл. 4).

Таблица 2

**Кредиты, предоставленные нефинансовым организациям,
включая просроченную задолженность (млрд руб., на начало года)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Совокупный объем кредитов (млрд руб.)	22 499,2	29 536,0	33 300,9	30 134,7	30 192,5	33 371,8	33 776,6
в % к ВВП	30,8%	37,4%	40,1%	35,2%	32,9%	31,9%	30,7%
в % к активам банковского сектора	39,2%	38,0%	40,1%	37,6%	35,4%	35,5%	35,0%

Источник: составлено автором по данным сборников «Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации» Банка России (URL: http://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/).

Таблица 3

**Объем сделок IPO-SPO российских компаний
на Московской и зарубежных биржах и сделок слияний и поглощений
в 2013–2019 гг. (млрд долл. США)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Объем сделок IPO-SPO	9,0	1,7	0,6	2,1	4,7	0	2,3
Объем слияний и поглощений	156,1	58,7	56,9	41,7	31,4	34,9	41,9

Источник: составлено автором по данным (Кудрин и др., 2020, с. 99, рис. 23)

Таблица 4

**Объем средств, привлеченных российским корпоративным сектором
на облигационном рынке Московской биржи в 2013–2020 гг.**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Номинальная стоимость облигационных выпусков за год, млрд руб.	1701,0	1682,8	1804,0	3746,8	12469,2	10962,0	9026,1	8423,5
Темп прироста, % (год к году)		–1,1%	7,2%	107,7%	232,8%	–12,1%	–17,7%	–6,7%

Примечание: стоимость облигационных выпусков, номинированных в долларах США и евро, пересчитывалась в рубли по официальному курсу Банка России для соответствующей валюты на дату окончания размещения выпуска.

Источник: рассчитано и составлено автором по данным (Московская биржа, н.д.).

В целом, как отмечают исследователи Института Гайдара, долговая нагрузка крупнейших российских публичных компаний снижалась в течение 2015–2019 гг. и в 2019 г. была самой низкой среди анализируемых 22 стран (коэффициент D/EBITDA составил 0,3 против выборочного среднего 3,4) (Кудрин и др., 2020, с. 91–92).

Таким образом, современные экономические условия актуализируют поиск механизмов смягчения финансовых ограничений бизнеса и должны способствовать возрастанию роли внутренних рынков капитала российских бизнес-групп в финансовой деятельности компаний. Однако задача по оценке масштабов внутренних рынков капитала и их динамики является непростой по ряду причин. Во-первых, сложная, многоуровневая и непрозрачная структура отечественных холдингов затрудняет определение периметра групп компаний и их внутренних рынков капитала. Во-вторых, немногочисленными «точками обзора» внутренних рынков капитала для сторонних исследователей выступают акционерные общества, публикующие финансовую отчетность с раскрытиями об операциях со связанными сторонами.

Для оценки объемов и динамики использования внутренних рынков капитала российских интегрированных структур мы проанализировали годовую консолидированную финансовую отчетность по МСФО 35 публичных компаний, чьи акции входят в первый уровень листинга Московской биржи по состоянию на начало 2021 г., за период с 2014 по 2019 г.; все анализируемые компании входят в состав бизнес-групп. Из выборки были исключены 6 публичных обществ — 4 банка (Банк ВТБ (ПАО), ПАО «Банк «Санкт-Петербург», ПАО «Московский кредитный банк», ПАО «Сбербанк»), ПАО «Московская биржа ММВБ-РТС» и ПАО «САФМАР Финансовые инвестиции», поскольку ввиду финансового характера их основной деятельности структура консолидированного баланса данных компаний качественно отличается от характерной для нашей выборки структуры.

Для анализируемых компаний по данным годовой консолидированной отчетности по МСФО за 2014–2019 гг. вручную были собраны сведения об остатках (на конец года) по финансовым операциям в целом и со связанными сторонами в частности, соответствующим таким (под)статьям консолидированного отчета о финансовом положении, как:

- займы выданные (долгосрочные, краткосрочные), банковские депозиты (долгосрочные, краткосрочные со сроком размещения более 3 месяцев), (прочие) финансовые активы / финансовые вложения (долгосрочные, краткосрочные) — далее в совокупности обозначаемые как *предоставленное финансирование*;
- кредиты и займы (долгосрочные, краткосрочные), обязательства по аренде (долгосрочные, краткосрочные) — далее в совокупности обозначаемые как *привлеченное финансирование*.

Из рассмотрения исключались остатки по операциям с производными финансовыми инструментами, а также сальдо дебиторской и кредиторской задолженности в том случае, если согласно учетной политике компании, они не включали в себя остатки по обозначенным выше подстатьям предоставленного или привлеченного финансирования.

Результаты проведенных нами расчетов (табл. 5) демонстрируют, что для российских бизнес-групп, включающих в себя компании, чьи акции входят в первый уровень листинга Московской биржи, на протяжении 2014–2019 гг. в целом наблюдается тенденция роста объемов финансирования с помощью внутренних рынков капитала. Несмотря на незначительное снижение остатков по финансовым операциям со связанными сторонами в 2019 г., за анализируемый пятилетний период среднегеометрический годовой темп прироста остатков по операциям предоставления финансирования составил 12,7%, по операциям привлечения финансирования — 16,5%. При этом сальдо финансовых операций в целом росли меньшими темпами — в среднем 7,7 и 5,7% в год по операциям предоставления и привлечения финансирования соответственно.

Таблица 5

**Сведения о совокупных остатках (на конец года)
по операциям предоставления и привлечения финансирования,
в том числе со связанными сторонами, российских компаний,
чьи акции входят в первый уровень листинга Московской биржи,
за 2014–2019 гг.**

	Предоставленное финансирование			Привлеченное финансирование		
	Всего	Связанным сторонам		Всего	От связанных сторон	
	млрд руб.	млрд руб.	доля, %	млрд руб.	млрд руб.	доля, %
2014	2 686,3	979,0	36,4	12 815,1	991,6	7,7
2015	3 738,9	1 448,2	38,7	14 742,2	1 155,9	7,8
2016	3 660,9	1 652,6	45,1	13 458,1	1 430,7	10,6
2017	3 245,9	1 660,5	51,2	14 129,1	1 543,4	10,9
2018	3 831,7	1 924,5	50,2	17 202,5	2 477,6	14,4
2019	3 898,8	1 776,1	45,6	16 870,8	2 130,4	12,6
Средний годовой темп прироста, %	7,7	12,7		5,7	16,5	

Источник: рассчитано и составлено автором по данным годовой консолидированной финансовой отчетности по МСФО, публикуемой агентством «Интерфакс — Центр раскрытия корпоративной информации» (URL: <https://e-disclosure.ru/>).

Совокупный объем предоставленного связанным сторонам финансирования на конец 2019 г. составил 1,78 трлн руб., совокупный объем полученного от связанных сторон финансирования на конец 2019 г. составил 2,13 трлн руб. Подчеркнем, что эти значения отражают исключительно остатки по операциям, осуществленным:

(1) нефинансовыми компаниями, чьи акции входят в первый уровень листинга Московской биржи (35 из 210 компаний в листинге по состоянию на начало 2021 г.),

(2) со связанными сторонами, подпадающими под определение МСФО (IAS) 24 «Раскрытие информации о связанных сторонах», а именно: с контролирующим акционером и компаниями под общим контролем, ассоциированными организациями и совместными предприятиями. Таким образом, остатки по операциям с дочерними и контролируемыми компаниями (элиминируемые для целей подготовки консолидированной отчетности) не могли быть учтены в рамках нашего анализа, но потенциально способныкратно увеличить оценки масштабов внутригруппового финансирования.

Как следствие, на наш взгляд, полученные нами оценки дают основания утверждать, что в совокупности внутренние рынки капитала российских бизнес-групп вполне могут не уступать по своему масштабу таким сегментам российского финансового сектора, как страховые компании (совокупные активы на конец 2019 г. составили 3,34 трлн руб. (Банк России, 2020, с. 23), негосударственные пенсионные фонды (совокупные активы на конец 2019 г. составили 4,45 трлн руб. (Банк России, н.д.). Можно заключить, что в России взаимодействие компаний-участников бизнес — групп на внутренних рынках капитала больше не является предметом ограниченного интереса ряда стейкхолдеров, а обретает в текущих обстоятельствах значение экономического императива для отечественного бизнеса. При этом исследования факторов распределения финансовых ролей на внутренних рынках капитала и инвестиционной деятельности аффилированных с бизнес-группами фирм (Короткова, 2019; Korotkova, 2020) подтверждают, что использование внутренних рынков капитала российских бизнес-групп в последние годы обуславливается преимущественно мотивами смягчения финансовых ограничений и спасения слабых предприятий. С учетом проанализированных нами выше групп эффектов, создаваемых внутригрупповым перераспределением финансовых ресурсов, это означает, что в современных условиях внутренние рынки капитала отечественных групп способны поддерживать инвестиционную активность компаний, вносить положительный вклад в управление ликвидностью и структурой заемных средств, снижать риски возникновения отрицательных внешних эффектов при возникновении финансовых затруднений у отдельных участников группы.

Заключение

Результаты, полученные в рамках изложенного в работе исследования, позволили продемонстрировать растущую роль внутренних рынков капитала бизнес-групп в финансовой деятельности российских компаний и систематизировать мировой опыт, касающийся ключевых экономических эффектов, которые влечет за собой развитие этих рынков. Изложенные в статье положения, результаты и выводы могут быть в дальнейшем использованы исследователями и практиками российского и зарубежного бизнеса, заинтересованными в повышении финансовой обеспеченности компаний — участников бизнес-групп.

На основе проведенного анализа можно заключить, что внутренние рынки капитала бизнес-групп способны оказывать как благоприятное влияние на экономику в целом и стейкхолдеров компаний в частности, так и быть механизмом вывода активов, наносящим ущерб миноритариям и государству. Следовательно, одним из важных направлений дальнейших исследований в области внутренних рынков капитала бизнес-групп является анализ государственного правового регулирования внутригрупповых финансовых операций с точки зрения воздействия на мотивы собственников к использованию внутренних рынков капитала, балансирования интересов стейкхолдеров и контроля за выводом капиталов.

Список литературы

Банк России. (2020). Обзор ключевых показателей деятельности страховщиков, 4, 2019. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27614/review_insure_19Q4.pdf

Банк России. (н.д.). Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов. Дата обращения 18.03.2021, https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2019y/

Короткова, Я. И. (2019). Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп. *Проблемы теории и практики управления*, 7, 100–115.

Кудрин, А. Л., Радыгин, А. Д., & Синельников-Мурылев, С. Г. (Ред.) (2020). *Российская экономика в 2019 году. Тенденции и перспективы*. Изд-во Ин-та Гайдара.

Кулемин, А. Н. (2007). *Финансовое управление внутренним рынком капитала в холдинговой компании* [Автореф. дис. канд. экон. наук. Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова].

Московская биржа (н.д.). Список торгуемых инструментов. Дата обращения 18.03.2021, <https://www.moex.com/a1600>

Юданов, А. Ю., & Яковлев, А. А. (2018). «Неортодоксальные» быстрорастущие фирмы-«газели» и порядок ограниченного доступа. *Вопросы экономики*, 3, 80–101. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3>

Almeida, H., Kim, C.-S., & Kim, H. B. (2015). Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis. *The Journal of Finance*, 70(6), 2539–2586. <https://doi.org/10.1111/jofi.12309>

Atanasov, V., Bernard, B., Ciccotello, C., & Gyoshev, S. (2010). How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria. *Journal of Financial Economics*, 96, 155–173. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.005>

- Bae, G. S., Cheon, Y. S., & Kang, J.-K. (2008). Intragroup Propping: Evidence from the Stock-Price Effects of Earnings Announcements by Korean Business Groups. *The Review of Financial Studies*, 21(5), 2015–2060. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn055>
- Bena, J., & Ortiz-Molina, H. (2013). Pyramidal ownership and the creation of new firms. *Journal of Financial Economics*, 108, 798–821. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.009>
- Beyer, B., Downes, J., & Rapley, E. T. (2017). Internal capital market inefficiencies, shareholder payout, and abnormal leverage. *Journal of Corporate Finance*, 43, 39–57. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.12.009>
- Bhaumik, S. K., Das, P. K., & Kumbhakar, S. C. (2012). A stochastic frontier approach to modelling financial constraints in firms: An application to India. *Journal of Banking & Finance*, 36, 1311–1319. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.026>
- Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F., & Urzúa, F. I. (2014). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 112, 190–212. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.01.003>
- Chittoor, R., Kale, P., & Puranam, P. (2015). Business Groups in Developing Capital Markets: Towards a Complementarity Perspective. *Strategic Management Journal*, 36, 1277–1296. <https://doi.org/10.1002/smj.2287>
- Dewaelheyns, N., & Van Hulle, C. (2010). Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt. *European Financial Management*, 16(3), 345–373. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2008.00457.x>
- Gopalan, R., Nanda, V., & Seru, A. (2007). Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups. *Journal of Financial Economics*, 86, 759–795. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.008>
- Gorodnichenko, Y., Schaefer, D., & Talavera, O. (2009). Financial constraints and continental business groups: Evidence from German Konzerns. *Research in International Business and Finance*, 23, 233–242. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2008.09.002>
- Gurunlu, M. (2018). Propping in the Pyramidal Business Groups in Turkey. *Corporate Accounting & Finance*, 29(2), 114–126. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22329>
- He, J., Mao, X., Rui, O. M., & Zha, X. (2013). Business groups in China. *Journal of Corporate Finance*, 22, 166–192. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.05.001>
- Jiang, G., Lee, C. M. C., & Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Financial Economics*, 98, 1–20. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.05.002>
- Korotkova, Y. (2020). Internal Capital Markets in Russian Business Groups: Evidence from Corporate Investments. *Journal of Corporate Finance Research*, 14(2), 58–71. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.14.2.2020.58-71>
- Masulis, R. W., Pham, P. K., & Zein, J. (2017). *Why Do Family Business Groups Expand by Creating New Public Firms? The Role of Internal Capital Markets*. Working Paper.
- OECD. (2020). *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>
- Olbert, M. (2019). *Loss or Lost? Economic Consequences of Internal Capital Markets in Business Groups*. SSRN Working Paper.
- Paligorova, T., & Xu, Z. (2012). Complex ownership and capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 18, 701–716. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.05.001>
- Peng, W. Q., Wei, K. C. J., & Yang, Z. (2011). Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 17, 306–325. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.002>

Sanzioni, R., Schiantarelli, F., & Strahan, P. E. (2020). Internal Capital Markets in Times of Crisis: The Benefit of Group Affiliation. *Review of Finance*, 24(4), 773–811. <https://doi.org/10.1093/rof/rfz020>

Saona, P., San Martín, P., & Jara, M. (2018). Group Affiliation and Ownership Concentration as Determinants of Capital Structure Decisions: Contextualizing the Facts for an Emerging Economy. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(14), 3312–3329. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1392850>

Stiebale, J., & Wößner, N. (2020). M&As, Investment and Financing Constraints. *International Journal of the Economics of Business*, 27(1), 49–92. <https://doi.org/10.1080/13571516.2019.1653719>

Tan, W., & Ma, Z. (2016). Ownership, Internal Capital Market, and Financing Costs. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1259–1278. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1138815>

Tan, W., Yu, S., & Ma, Z. (2018). The Impact of Business Groups on Investment Efficiency: Does Capital Allocation Matter? *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(15), 3539–3551. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1509791>

Wang, Z., & Wang, Y. (2019). Ownership, Internal Capital Markets, and Cash Holdings, Emerging Markets. *Finance and Trade*, 55(7), 1656–1668. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1553710>

Yeh, Y.-H., & Lin, J. J. (2020). Investment-cash flow sensitivity to internal capital markets and shareholding structure: evidence from Taiwanese business groups. *Eurasian Business Review*, 1–21. <https://doi.org/10.1007/s40821-020-00157-7>

References

Bank of Russia. (2020). Review of key performance indicators of insurers, 4, 2019. https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/27614/review_insure_19Q4.pdf

Bank of Russia. (n.d.). Key performance indicators of non-state pension funds. Retrieved 18.03.2021, from https://www.cbr.ru/finmarket/supervision/sv_coll/ops_npf/2019y/

Korotkova, Y. I. (2019). Internal capital market efficiency of business groups. *Problems of Management Theory and Practice*, 7, 100–115.

Kudrin, A. L., Radygin, A. D., & Sinelnikov-Murylev, S. G. (Eds.) (2020). *Russian economy in 2019. Trends and prospects*. The Gaidar Institute.

Kulemin, A. N. (2007). *Financial management of internal capital market in a holding company* [Cand. of Econ. Sc. Dissertation Abstract, Lomonosov Moscow State University].

Moscow Exchange (n.d.). List of traded instruments. Retrieved 18.03.2021, from <https://www.moex.com/a1600>

Yudanov, A.Yu., & Yakovlev, A.A. (2018). “Unorthodox” fast-growing firms (gazelles) and North’s limited access order. *Voprosy Ekonomiki*, 3, 80–101. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3>