



Munich Personal RePEc Archive

# **Business Groups and Undeveloped Financial Institutions: The Case of Russia**

Shumilov, Andrei and Volchkova, Natalya

2004

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44239/>

MPRA Paper No. 44239, posted 06 Feb 2013 15:06 UTC

# **Бизнес-группы и неразвитые финансовые институты: пример России**

**Наталья Волчкова, Андрей Шумилов**

**Экономические исследования и образование: Россия и СНГ. 2004. №15.**

## **Бизнес-группы: зло или благо для экономики?**

В последние годы появилось много исследований, посвященных анализу деятельности интегрированных бизнес-групп в развитых и развивающихся странах. Полученные результаты можно обобщить следующим образом: если в развитых странах, в среднем, предприятия, входящие в интегрированные бизнес-структуры, уступают по показателям своей работы независимым предприятиям, то в развивающихся экономиках результат противоположен: как правило, предприятия в группах имеют более высокие показатели. Однозначного объяснения такого результата еще не найдено, и исследователи продолжают выдвигать различные гипотезы и тестировать их на данных различных стран.

Что касается бизнес-групп в развитых странах, то одно из возможных объяснений состоит в том, что участие фирм в группах — своего рода страховка от неожиданных снижений доходов, то есть фирмы жертвуют своей прибыльностью в обмен на более высокую стабильность.

Объяснений, почему фирмы в составе бизнес-групп в развивающихся странах имеют лучшие показатели деятельности, гораздо больше (Khanna and Ghemawat, 1998<sup>1</sup>). Во-первых, в условиях слабого мониторинга корпоративного управления лучшие финансовые показатели фирм, входящих в иерархические группы, могут объясняться большими возможностями “верхушки” группы “эксплуатировать” миноритарных акционеров “нисходящих” фирм. Во-вторых, объединенные в группу фирмы имеют большую рыночную силу. В-третьих, предприятия-члены групп имеют большие возможности лоббировать и получать государственную поддержку. Наконец, в условиях неразвитости рыночных институтов группы имеют лучшие возможности преодолеть эту неразвитость внутри собственной структуры. Наше исследование тестирует именно эту последнюю гипотезу в отношении российских бизнес-групп.

---

<sup>1</sup> Khanna, T. and Ghemawat, T., 1998, “The nature of diversified business groups: a research design and two case studies”, *Journal of Industrial economics*, Vol. 46, No. 1, p. 35-61.

## **Особенности российских бизнес-групп**

Масштабных сравнений показателей деятельности российских фирм, входящих в группы и работающих независимо, не так много. Тем не менее, существующие исследования указывают на то, что по ряду показателей, как, например, совокупная факторная производительность и производительность труда (Guriev and Rachinskiy, 2005<sup>2</sup>), члены бизнес-групп, как правило, демонстрируют более высокие результаты. Можно ли объяснить это тем, что внутри российских бизнес-групп существуют более развитые и эффективные институты, чем во всей остальной экономике?

В качестве института, недоразвитость которого могли бы преодолеть российские бизнес-группы, мы рассматриваем финансовый рынок. То, что российский рынок капитала чрезвычайно неэффективен, не вызывает сомнений. Большинство предприятий в российской экономике вынуждены работать в условиях жестких ограничений ликвидности, так что единственным источником финансирования как текущих, так и долгосрочных проектов являются собственные средства предприятий. Одной из причин этого, очевидно, является высокая степень асимметрии информации между предприятиями, ищущими внешние источники финансирования, и участниками экономики, способными им их предоставить. Можно ожидать, что в рамках бизнес-группы проблема информационной асимметрии существенно снижается, что должно приводить к более легкому доступу к источникам внешних заимствований участников групп по сравнению с независимыми предприятиями.

## **База данных исследования**

В качестве базы данных исследования мы использовали ежегодную бухгалтерскую отчетность российских фирм, предоставляемую ими в рамках программы раскрытия информации в Федеральную комиссию по ценным бумагам. В тесном сотрудничестве с ведущим экспертом по российским интегрированным бизнес-группам, ведущим научным сотрудником Института народнохозяйственного прогнозирования РАН Яковом Паппэ мы построили классификацию российских бизнес-групп. В итоговую базу данных были включены 3815 фирм, по которым имелись данные бухгалтерской отчетности за 1999–2002 гг., из которых 435 фирм были членами российских интегрированных бизнес-групп.

---

<sup>2</sup> Guriev, S. and Rachinskiy, A., 2005, "Oligarchs: the past or the future of Russian capitalism?", forthcoming in *Journal of Economic Perspectives*.

**Медианные значения характеристик исследуемых участников бизнес групп и независимых предприятий в 2001 г.: большая разница в размерах, занятости и схожие относительные показатели деятельности**

	Общая выборка	Члены бизнес-групп	Независимые предприятия
Количество предприятий	2529	355	2174
Продажи, млрд. руб.	0.142	1.28	0.112
Занятость, тыс. чел.	0.549	2.198	0.459
Общие активы (начало года), млрд. руб.	0.13	1.845	0.1
Доля в общих активах (%):			
– инвестиций	0.047	0.051	0.046
– потока денежных средств	0.073	0.063	0.077
– изменения денежных средств	0.001	0.001	0.001
Относительное изменение продаж (2001–2000)	0.025	0.014	0.029

**Метод тестирования**

Для проверки гипотезы мы использовали метод чувствительности сбережений к потоку денежных средств (Almeida et al., 2003<sup>3</sup>). Идея этого метода состоит в следующем. Решение предприятий сберегать денежные средства из текущих денежных потоков должно зависеть от того, насколько жестки у предприятия ограничения ликвидности. Таким образом, предприятия, не имеющие проблем с внешним заимствованием, при принятии решений о необходимом объеме наличности вообще не должны исходить из того, сколько денежных средств было получено фирмой в данном периоде. В то же время фирмы, имеющие существенные проблемы с возможностью внешнего заимствования, более склонны откладывать часть текущих денежных потоков в качестве сбережений, чтобы при необходимости покрыть возникшие расходы. Таким образом, оценивая, насколько текущие сбережения фирм зависят от потока их текущих денежных средств, мы можем делать вывод о том, испытывают ли, в среднем, фирмы из выборки проблему ограничения ликвидности. При этом существенную положительную зависимость сбережений от денежных средств мы интерпретируем как указание на то, что финансовые рынки, услугами которых пользуются фирмы, входящие в выборку, не являются

<sup>3</sup> Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. (2003), “The cash flow sensitivity of cash”, Journal of Finance, 59, p. 1777-1804.

эффективными. А незначимость данной зависимости мы интерпретируем как указание на эффективность финансового рынка.

### **Результаты исследования**

Результаты нашего эконометрического анализа не свидетельствуют о сколько-нибудь значимом различии в чувствительности сбережений к текущим денежным средствам между выборкой независимых фирм и выборкой фирм, входящих в российские интегрированные бизнес-группы. В обоих случаях полученные значения были значимыми и положительными. Из этого мы делаем вывод о том, что даже если в российских группах существуют внутренние рынки капитала, их эффективность достаточно сомнительна, и доступность средств внешнего финансирования так же ограничена для участников бизнес-групп, как и для остальных фирм в экономике. Таким образом, более высокие показатели деятельности фирм из российских групп объясняются чем-то другим, а не более эффективными рынками капитала внутри групп.