

# Анализ релевантности корпоративной структуры ОАО «РЖД» холдинговому типу

Н. М. СТЕЦЮК, канд. экон. наук, доцент Дальневосточного государственного университета путей сообщения



**ОАО «РЖД», вертикально интегрированная корпоративная структура, позиционирует себя как холдинг. Выбор этой формы объединения был обусловлен стремлением топ-менеджмента к повышению эффективности и расширению масштабов деятельности компании, попыткой найти баланс между преимуществами централизованного и децентрализованного управления. Однако существует ряд факторов, заставляющих усомниться в корректности и целесообразности такого позиционирования.**

Организационные формы объединений, сложившиеся в процессе эволюционного развития и интеграции субъектов предпринимательской деятельности, отличаются целями, характером экономических и правовых отношений между участниками, степенью самостоятельности входящих в объединение компаний, а также приоритетами, касающимися уровня централизации/децентрализации и ответственности (ФПГ, концерны, стратегические альянсы, холдинги и др.). Холдинг является промежуточной формой интеграции, ориентированной на вертикальное объединение юридических лиц, в котором контроль и консолидированную ответственность несет управляющая компания (УК), владеющая контрольными пакетами акций компаний, выступающих по отношению к ней дочерними и/или зависимыми (ДЗО) [1; 2].

## Роль управляющей компании в холдинговых структурах

Обычно УК в холдинговых структурах не участвует в производственном

процессе, но требует расходов на свое содержание. Ее основная роль в объединении заключается в достижении эффекта от сотрудничества с ДЗО за счет централизации отдельных бизнес-процессов, от интеграции компаний — участников цепочки создания продукта, а также от переноса с материнской компании на подконтрольные уникальных, обеспечивающих конкурентоспособность методов управления.

За УК сохраняются следующие функции:

- держание пакетов акций ДЗО (участников);
- организация взаимоотношений с акционерами, участниками финансового рынка, органами государственной власти;
- перераспределение финансовых ресурсов между участниками;
- обеспечение общего стратегического финансового управления и контроля деятельности ДЗО;
- определение общекорпоративной стратегии, включая разработку конкурентной стратегии и обоснование ре-

шений о покупке/продаже активов, о размере и направлении инвестиций;

- координация деятельности ДЗО для обеспечения эффективного сотрудничества;
- создание общекорпоративной культуры, выработка единой системы ценностей и др.

Перечень задач для каждой конкретной УК определяется типом холдинга и соответствующим ему стилем управления в отношении участников.

## Виды корпоративных структур холдингового типа

Относительно видов холдингов в теории существует достаточно много точек зрения. Связано это с тем, что корпоративные структуры такой формы интеграции широко применимы на практике, и каждая в отдельности характеризуется не только рядом общих черт, но и индивидуальными особенностями. На рис. 1 отражены основные виды холдингов, выделенные с учетом мнения ряда авторов [1–4].

Перечисленные виды холдингов и соответствующие им характеристики являются настолько общими, что могли бы быть применены и в отношении еще одного вида корпоративного объединения — концерна. Он представляет собой интеграцию компаний, при которой участники, сохраняя юридическую самостоятельность, не могут одновременно входить в состав других концернов, а финансовый контроль, функции по снабжению, производству, маркетингу взяты под единое управление. В числе разновидностей концернов обычно выделяют концерны подчинения и координации, вертикальные и горизонтальные.

## Предыстория построения корпоративной структуры

Проследим динамику построения корпоративной структуры ОАО «РЖД» и выявим, присущи ли данной корпорации общепризнанные для холдингов характеристики.

Железнодорожный транспорт РФ — исторически сложившаяся естествен-



Рис. 1. Классификация холдингов

ная монополия. На протяжении длительного периода структура отрасли, а затем и ОАО «РЖД» характеризовалась устойчивой вертикальной интеграцией. В дореформенном состоянии постпереходного периода экономики страны это способствовало развитию в отрасли симптомов и факторов организационного кризиса, проявившегося в сложности реализации процедур контроля, регламентации отдельных подразделений и их функций. Для решения проблем, а также для повышения эффективности работы компания на втором этапе реформы приступила к формированию холдинга.

Следует отметить, что идея создания холдинговой структуры в отрасли зародилась за 2 года до учреждения ОАО «РЖД». Так, в [5, п. 2.4] указывалось: «...ремонтные предприятия по мере их реструктуризации и универсализации будут выделяться из ОАО „РЖД“ в самостоятельные или дочерние открытые акционерные общества либо в составе холдинговой компании (нескольких компаний, объединяющих предприятия по видам ремонта)».

Затем на расширенном заседании правления ОАО «РЖД» 11 июня 2004 г. Г. М. Фадеев, не указывая форму организации корпоративного объединения, отметил, что компания, согласно проекту «Стратегическая программа развития компании до 2010 г.», будет представлять собой вертикально интегрированную транспортную корпорацию.

Третьим ключевым моментом, определившим возникновение холдинга, стал документ «Концепция системы управления компании холдингового типа, образуемой в результате реформирования ОАО „РЖД“, принятый к реализации с 2007 г.

### Этапы преобразования в холдинг

Механизм преобразований компании в холдинг включал в себя следующие этапы:

- вывод из ОАО «РЖД» подразделений, специализировавшихся на определенном виде продукта (услуги) или имеющих предметную специализацию (по видам деятельности), в ДЗО в качестве подконтрольных, но оперативно самостоятельных юридических лиц, приоритетная целью деятельности которых была определена как удовлетворение потребностей ОАО «РЖД»;
- учреждение государством УК, регистрирующей ДЗО;
- создание к 2010 г. корпоративного объединения — холдинга, единствен-

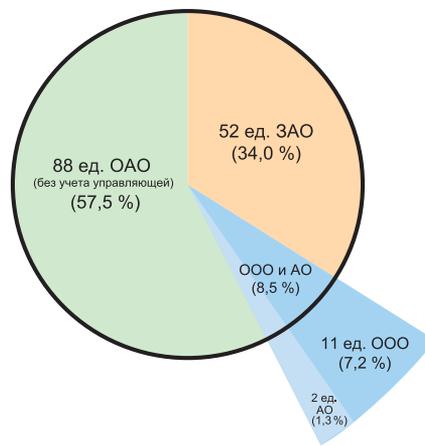


Рис. 2. Структура ОАО «РЖД» на 1 декабря 2011 г.

ным акционером которого является государство.

В результате преобразований, к 1 октября 2011 г. число ДЗО ОАО «РЖД» составило 153 единицы (с учетом акционерных обществ, размещенных за пределами страны (АО), и обществ с ограниченной ответственностью (ООО)) [6]. Процентное соотношение участников ОАО «РЖД» представлено на рис. 2.

### Особенности корпоративной структуры «РЖД»

С учетом заявленных менеджментом положений и приведенной (рис.1) классификации холдингов (потенциально допустимой, по мнению автора работы, к применению в идентификации концернов) корпорацию можно охарактеризовать по условиям ее организации (табл.).

Осуществляемый в ОАО «РЖД» как управляющей компании процесс по выводу видов деятельности в ДЗО с последующим созданием холдингового объединения рассматривается как ресурсные (аллокационные) преобразования, под которыми понимается реконструкция основных факторов

функционирования хозяйствующего субъекта через:

- его реорганизацию в различных направлениях;
- перераспределение или реструктуризацию материальных и нематериальных ресурсов;
- перераспределение ответственности должностных лиц и полномочий менеджеров, укрепление дисциплины, повышение организационной четкости работы всех звеньев управления [7].

Выбор именно такого подхода к видению будущего транспортной компании уже в краткосрочной перспективе не случаен.

### Преимущества преобразований

В 1970–80-е гг. ведущие западные корпорации столкнулись с новой для того времени проблемой. Они достигли предела в увеличении положительного эффекта от масштаба производства и исчерпали резерв повышения эффективности бизнеса.

Решением проблемы стало дробление крупной дивизиональной компании — превращение ее в предприятие с зонтичной структурой, состоящее из унитарной фирмы, которой, как правило, принадлежала часть ресурсов и технологии, и дочерних, использующих ресурсы и технологии на условиях различных соглашений и договоренностей. Балансы дочерних предприятий подлежали консолидации в единый баланс материнской компании [7; 8].

Экономический смысл аллокационных преобразований, реализуемых на железнодорожном транспорте, проявляется в ряде преимуществ, приобретаемых ОАО «РЖД» с точки зрения:

- инвестиционного климата и инвестиционной привлекательности;
- финансового оздоровления;
- финансовой устойчивости.

Таблица 1. Характеристика корпоративной структуры ОАО «РЖД»

Общие условия организации холдинга и / или концерна	Характеристика корпоративной структуры ОАО «РЖД»
По способу установления контроля УК над участниками	Имущественный: доля УК в уставном капитале многих ДЗО достаточно высока (до 100 % минус 1 акция)
По форме собственности	Государственный: 100 %-ный пакет акций принадлежит государству, а условия его функционирования предусматривают освоение бюджетных средств
По видам работ и функциям управляющей компании	Оперативный: УК имеет широкий круг функциональных обязанностей
По производственной взаимосвязи	Интегрированный: ДЗО связаны технологической цепочкой по созданию конечного продукта — перевозок
По степени взаимного влияния	Классический: УК осуществляет контроль ДЗО в силу своего преобладающего участия в их уставном капитале
По формам производственно-хозяйственной деятельности	Вертикальный: образован выделением подразделений по технологическому принципу и созданием не конкурирующих ДЗО

### Улучшение инвестиционного климата и повышение инвестиционной привлекательности

Одной компании не под силу преодолеть крайне высокий износ инфраструктуры и основных фондов. Согласно [9], государство приняло на себя часть инвестиционных обязательств в сфере развития железных дорог. Однако этого недостаточно для преодоления технологических проблем. Необходимы значительные вливания средств частных инвесторов. Поэтому выделение технологически готовых подразделений в имеющие самостоятельный баланс ДЗО, специализирующиеся на конкретных продуктах или услугах, позволяет:

- увеличить шансы привлечения внешних инвесторов к конкретным инвестиционным проектам, а не в целом в корпорацию;
- предоставить инвесторам больше гарантий того, что вклады, сделанные ими в однопродуктовые предприятия, не будут размыты в многопрофильной УК;
- повысить уверенность инвесторов в том, что если УК зарекомендует себя как финансово-кризисная, то средства, внесенные ими в конкретный проект, не будут использованы ею для покрытия просроченных обязательств, т.е. осуществить перевод средств, вложенных в относительно самостоятельное ДЗО, имеющее отдельный, контролируемый налоговыми органами и аудитом баланс, технически гораздо труднее, чем «перебросить» их с одной статьи расходов на другую в пределах баланса единой многопрофильной компании.

### Финансовое оздоровление

Процесс дробления компании может быть осуществлен за счет выделения подразделений, специализирующихся на неперспективных видах бизнеса либо продуктовых линиях, а также подразделений, осваивающих новые продукты и виды деятельности.

Убыточные компании, подконтрольные УК, в этом случае могут стать реальными банкротами. Подразделения, осваивающие инновационные проекты с повышенным уровнем риска, также могут оказаться в трудном финансовом положении. Но несостоятельность тех или других затронет УК с финансовой стороны только в размере, определяемом величиной имущества, вложенного последней в их уставные капиталы. От банкротства проиграны лишь кредиторы и поставщики неоплаченных покупных ресурсов, а для материнской

компании риск утраты финансовой устойчивости не будет критическим.

Однако может сложиться так, что выделяемые убыточные или рискованные подразделения после получения статуса юридического лица сумеют успешно скорректировать свою деятельность, финансово оздоровятся и начнут работать с прибылями. Это будет способствовать наращиванию потенциала для их функционирования в будущем, даст положительные моральные дивиденды всей группе компаний. УК может получить доступ к заработанным ДЗО прибылям, например через его реорганизацию в структурное подразделение или, как отмечает Э. М. Коротков, путем ликвидации участника.

При этом следует признать, что для холдинга «РЖД» и его участников вероятность банкротства крайне низка, поскольку собственником-акционером выступает государство. Но и исключать полностью возможность несостоятельности отдельных участников нельзя.

В свою очередь выделение подразделений в ДЗО может мотивировать управленческий персонал активизировать деятельность по финансовому оздоровлению, повышению эффективности работы и сохранению самостоятельности.

### Финансовая устойчивость

Главное достоинство холдинга заключается в том, что в финансовом отношении он более устойчив, чем, например, компания группы типа «концерн». Причина здесь состоит в том, что обычно у УК холдинга постоянные операционные издержки незначительны, и она практически не нуждается в краткосрочном кредите. В результате ее коэффициенты ликвидности, как правило, существенно выше, чем у группы компаний концерна. Следовательно, банкротство материнской компании практически не грозит, а распад всей холдинговой группы из-за перехода акций подконтрольных предприятий сторонним инвесторам маловероятен. Это особенно важно для корпорации «РЖД», менеджмент которой, согласно [9; 10], планирует в перспективе осуществить:

- продажу пакетов акций ДЗО на сумму более чем 150 млрд руб.;
- заимствование на сумму свыше 300 млрд руб.

### Форма корпоративного объединения: требуется уточнение

Однако несмотря на приобретаемые компанией преимущества при созда-

нии именно холдинга, а не иного другого вида объединения, топ-менеджменту ОАО «РЖД» для уточнения формы корпоративного объединения и совершенствования корпоративной структуры в перспективе следует принять во внимание ряд замечаний, сформулированных С. В. Валдайцевым [8] и Э. М. Коротковым [7].

Создание холдинга, как правило, предполагает, что основной функцией его УК является держание контрольных пакетов акций ДЗО. При этом на балансе у материнской компании не должно остаться значимых нефинансовых активов. Следовательно, при проведении единой инвестиционной и технической политики ей придется ограничиваться только финансовыми способами перераспределения денежных потоков внутри группы участников, а именно:

- дивидендами и продажей пакетов акций, чтобы участвовать в прибылях ДЗО;
- приобретением вновь выпускаемых для холдинга акций (по закрытой подписке либо с правом первоочередного приобретения), чтобы передать средства, полученные от одних предприятий группы, другим.

УК холдинга, с позиции базовых положений его существования в рыночной среде, не должна иметь нестандартных видов имущества и продукции, которые она могла бы по завышенным ценам продать участникам с целью изъятия у них части заработанных средств. В противном случае, реализуя необходимые для инвестиционных проектов реальные активы по заниженным ценам, материнская компания не сможет финансово поддерживать целесообразные проекты. Кроме того, она не сможет покупать для этого имущество и продукцию у ДЗО по завышенным ценам, так как соответствующие реальные активы тогда не будут соответствовать основной уставной деятельности компании, ориентированной на реализацию финансово-контрольных функций.

УК холдинга не сможет в отношении своих участников задействовать дополнительные формы контроля, например сдачу в продлеваемую аренду ключевых для деятельности участников реальных активов (недвижимости, оборудования), лицензирование принадлежащих ему технологий, их усовершенствование и др.

Следует также принимать во внимание, что в условиях повышенной инфляции участникам выгодно для начисления износа по основным средствам исполь-

зовать методы ускоренной амортизации. Применение их может оказаться необходимым для получения ДЗО налоговых инвестиционных кредитов и/или обеспечения ускоренного накопления средств на обновление основных фондов, быстро стареющих морально и физически, что приведет к легальному искусственному завышению себестоимости продукции участников и, соответственно, занижению объявляемых ими прибылей. В итоге дивиденды ДЗО (в пределах объявленных заниженных прибылей) материнской компании не смогут быть выплачены в полном объеме, даже если у участников реально имеются средства на счетах.

Следовательно, для нормальной работы холдинга по осуществлению единой инвестиционной и технической политики требуется, чтобы все члены объединения применяли нейтральные методы, уравнивающие условия их функционирования. В свою очередь, это заведомо противоречит экономическим интересам каждого отдельного участника как субъекта предпринимательской деятельности — и в плане максимизации прибыли, и с точки зрения использования налоговых льгот для финансирования инвестиций.

Если же в результате дробления корпоративного образования, каким является ОАО «РЖД», его УК сохранит исследовательский центр, отдельные подразделения вспомогательного производства и инженерной инфраструктуры, социальные активы, то такую компанию более корректно называть не холдинговой, а центральной компанией концерна. В этом случае она будет обладать более разнообразными рычагами влияния на единую инвестиционную и техническую политику выделенных ДЗО. Следовательно, само объединение компаний правильнее позиционировать не в форме холдинга, а концерна.

### Перспективы ОАО «РЖД» как холдинга

Если принять во внимание высказанные замечания и тот факт, что после завершения реформы управляющая компания, согласно [5], должна сохранить за собой диспетчерский аппарат, инфраструктуру, локомотивный парк и часть вагонного парка, возникает вопрос: сможет ли ОАО «РЖД» быть полноценным холдингом после его реформирования с учетом планов?

С одной стороны, при постановке задачи не будет играть особой роли то, какой статус — концерн или холдинг — присвоит корпорации «РЖД» в ходе реформирования. Актуальность выбора

статуса возрастает при выборе инструментов для их решения. Ошибаться нельзя, так как конкуренция растет, износ основных фондов, находящихся на балансе ОАО «РЖД» и его ДЗО, крайне высок, а уровень инвестиционной привлекательности, напротив, недостаточен и т. д. В этих условиях необходимо адекватно оценить текущую ситуацию, фактическое положение и потенциальные возможности. Просчеты в восприятии процессов могут отрицательно отразиться на принятии и реализации решений.

С другой стороны, приходится признать, что сохранение в УК значительной доли реальных активов и, главное, инфраструктуры:

- приведет к отвлечению денежных средств на их содержание, в результате чего за УК сохранится приоритет при распределении финансовых потоков внутри группы;
- предусматривает осуществление УК производственной деятельности, что не позволит ей ограничиться только управлением и контролем финансовых процессов в отношении участников.

Кроме того, вышеуказанный фактор делает УК зависимой от кредиторов, вследствие чего может повыситься вероятность снижения уровня финансовой устойчивости УК и инвестиционной привлекательности, а также возникнуть угроза существованию всего объединения.

Таким образом, позиционируя себя в качестве холдинга, ОАО «РЖД» лишь теоретически приобретает преимущества, сопутствующие корпоративным структурам такого типа.

### Концерн против квазихолдинга

В заключение анализа релевантности корпоративной структуры ОАО «РЖД» холдинговому типу следует обратить внимание на ее механизмы и стиль управления. На протяжении десятилетия централизация была и остается приоритетным способом межуровневого взаимодействия в отрасли. Сегодняшние представители топ-менеджмента воспитаны в старых традициях. Им, получившим в управление одну из крупнейших транспортных компаний мира, которая обладает стратегической и экономической значимостью, но при этом находится в непростых условиях функционирования, крайне сложно отступить от хорошо зарекомендовавших себя на практике принципов управления. По совокупности всех причин можно сделать вывод, что, вероятнее всего, как мини-

мум в среднесрочной перспективе, жесткие методы централизованного управления будут сохранены. Это является дополнительным доказательством того, что позиционирование ОАО «РЖД» как корпоративной структуры холдингового типа (относимой к группе промежуточной интеграции, способной сочетать в себе принципы централизации и децентрализации) недостаточно верно и пока преждевременно.

С точки зрения автора, сформированная структура корпорации «РЖД» соответствует не холдингу, а государственному вертикальному концерну. Следовательно, управляющую компанию (ОАО «РЖД») целесообразно идентифицировать как центральную компанию концерна, которая, по сути, располагает значительно большим количеством вариантов и прав — как в области управления и контроля над финансовыми потоками ДЗО, так и в сфере воздействия на их производственные процессы.

Стремление создать на основе существующей корпоративной структуры ОАО «РЖД» полноценный холдинг, а не его квазивариант, требует пересмотра функций, реализуемых УК, и следовательно, разработки предложений по изменению организации взаимоотношений ОАО «РЖД» с ее структурными подразделениями, филиалами и ДЗО.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Мильнер Б. З. Теория организации. — М.: Инфра-М, 2005.
2. Жилинский С. Э. Предпринимательское право (правовая основа предпринимательской деятельности). — М.: Норма, 2007.
3. Экономическая энциклопедия / науч.-ред. совет изд-ва «Экономика»; Ин-т экон. РАН; гл. ред. Л. И. Абалкин. — М.: Изд-во «Экономика», 1999.
4. Преимущества и недостатки холдингов. — URL: <http://www.pnalog.ru>.
5. Программа структурной реформы на железнодорожном транспорте // Постановление Правительства РФ от 18 мая 2001 г. № 384. — URL: <http://doc.rzd.ru>.
6. Структура ОАО «РЖД». — URL: <http://www.rzd.ru>.
7. Антикризисное управление / под ред. проф. Э. М. Короткова. — М.: Инфра-М, 2006.
8. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001.
9. Стратегия развития железнодорожного транспорта в Российской Федерации до 2030 годов // Распоряжение Правительства РФ от 17 июня 2008 г. № 877-р. — URL: <http://www.businesspravo.ru>.
10. Стратегические направления научно-технического развития ОАО «Российские железные дороги» на период до 2015 г. // «Белая книга» ОАО «РЖД». [Электронный ресурс]. — URL: <http://www.rzd.ru>.