

УЧРЕЖДЕНИЕ РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК  
ИНСТИТУТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ РАН

**Е. Л. Леонтьева**

**ЯПОНСКИЕ КОРПОРАЦИИ И КОРПОРАТИВНЫЕ  
ГРУППЫ  
ЭВОЛЮЦИЯ ИНСТИТУТОВ**

**Москва  
ИМЭМО РАН  
2009**

УФК 338.45  
ББК 65.6 (5 Япо)  
Леонть 478

Леонть 478

Леонтьева Е. Л. Японские корпорации и корпоративные группы. Эволюция институтов. – М.: ИМЭМО РАН, 2009. – 78 с.

ISBN 978-5-9535-0187-3

Данная работа посвящена национальной модели крупного предпринимательства в Японии. Рассматриваются ее исторические особенности, ее эволюция на фоне мирового развития института капиталистической корпорации и судьба национальной модели в глобальной экономике. В центре внимания – «банковский капитализм» периода высоких темпов роста и его смена «акционерным капитализмом» при глобализации японской экономики. Автора интересует объяснение национальной модели при помощи стереотипных представлений о социо-культурных корнях организации бизнеса, а также результаты перерыва в его нормальной эволюции в середине XX века. Работа призвана восполнить пробел в русскоязычной литературе о национальных особенностях крупных корпораций и корпоративных групп.

Монография предназначена для специалистов в области мировой экономики, преподавателей и студентов ВУЗ'ов.

This paper deals with the institution of large corporation in Japan. Attention is focused on historical and comparative evolution of the Japanese national corporate system, and on the ways of its change in the global economy. The paper is focused on the shift from «bank-centered capitalism» of the high growth era to «stock market-centered capitalism» in the era of globalization. Matters of special attention are efforts to explain the Japanese national corporate system with references to traditional social and cultural heritage, and discontinuity of its normal evolution in the mid-20<sup>th</sup> century. These subjects are widely discussed in Western and Japanese economic literature, which is hardly available to Russian readers. This paper was prepared with an intention to fill the gap.

ISBN 978-5-9535-0187-3

© Леонтьева Е. Л., 2009  
© ИМЭМО РАН, 2009

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	4
ЧАСТЬ 1. ЯПОНСКИЕ КОРПОРАЦИИ.....	5
1.1. Определение корпораций. Типы корпораций в современном мире.....	5
1.2. Различные трактовки корпоративного управления .....	7
1.3. Об уникальности японских корпораций .....	11
1.4. Очерк истории корпорации: от семейных предприятий к разделению собственности и контроля.....	15
1.5. Первый этап эволюции: становление крупных корпораций в Японии.....	16
1.6. Второй этап эволюции: корпоративная система в военной экономике 1937-1945 годов.....	19
1.7. Третий этап эволюции: последствия роспуска «дзайбацу» в конце 1940-х годов прошлого века.....	21
1.8. Четвертый этап: становление «аномальной» корпоративной системы (1950-е – конец 1980-х годов).....	24
1.9. Пятый этап: кризис «аномальной» корпоративной системы и её трансформация.....	33
ЧАСТЬ 2. ЯПОНСКИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ГРУППЫ .....	42
2.1. Определение и типология холдинговых групп. «Между фирмой и рынком».....	42
2.2. Холдинговые группы в истории и экономическом законодательстве .....	48
2.3. Необычная межфирменная среда в Японии. Горизонтальные группы.....	56
2.4. Необычная межфирменная среда в Японии. Вертикальные группы .....	64
2.5. Вместо заключения. Реорганизация холдингов и близкий конец необычных вертикальных групп.....	74
Библиография.....	76

## ВВЕДЕНИЕ

Институтам корпорации и корпоративных групп в Японии не слишком повезло в русскоязычной экономической литературе. В советское время этой теме была посвящена большая монография Е. А. Пигулевской «Монополии и финансовая олигархия в современной Японии». (М., Наука, Главная редакция восточной литературы, 1966 г.). Задачей этого автора был анализ изменений в корпоративной структуре Японии, наступивших после реформ оккупационного периода и первого десятилетия высоких темпов роста. Терминология и вся система понятий в этой книге были марксистскими, что вполне понятно для условий того времени. Название «монополий» присваивалось крупным корпорациям вообще, безотносительно к их позициям на рынках.

В постсоветское время появилось несколько монографий о национальных особенностях крупных корпораций и корпоративных групп. Это работы о становлении корпоративной структуры России («Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития», под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки и А. А. Яковлева. М., ГУ ВШЭ, 2007); о корпоративной структуре США (Г. Б. Кочетков и В. Б. Супян. «Корпорация: американская модель». Спб., «Питер», 2005) и Южной Кореи (А. Н. Федоровский. «Феномен чэболь. Государство и крупный бизнес в Республике Корея». М., «Стратегия», 2008).

Зарубежная – англоязычная и японская – литература на данную тему чрезвычайно богата. Изучается история национальных типов корпораций и групп, ведется полемика об их судьбе в эпоху глобализации хозяйственных связей. К сожалению, это богатство не слишком доступно читающим только на русском языке. Данная работа написана для того, чтобы хотя бы отчасти восполнить этот пробел.

## ЧАСТЬ 1. ЯПОНСКИЕ КОРПОРАЦИИ

### 1.1. Определение корпораций. Типы корпораций в современном мире

Корпорация – общепринятая в современном мире форма организации делового предприятия, как монопродуктового, так и особенно многопрофильного. Ее внутренняя структура может быть линейной или дивизиональной; между видами деятельности может быть связь (по принципу диверсификации), но связи может и не быть (конгломерат); она может работать на национальном рынке или выходить за его пределы. Но ее главные правовые черты едины для всех стран с рыночной экономикой. Ее первая главная черта – правовая независимость от своих создателей. Она рождается (учреждается инвесторами) и умирает (ликвидируется судом при банкротстве). Как юридическое лицо, корпорация правомочна заключать контракты и отвечать по обязательствам от своего собственного имени. Она отвечает по долгам вкладами акционеров, но не остальным их имуществом (принцип ограниченной ответственности).

Капитал корпорации разбит на акции, которые можно передавать (продавать) на сторону. Акции бессрочны и могут надолго переживать своих собственников. Инвесторы, вложившие в них деньги, нанимают менеджеров, делегируют им управленческие права и проверяют их решения. Разделение собственности и управления – вторая главная черта корпорации. Она имеет два уровня отношений собственности: как юридическое лицо, и как предмет владения и объект контроля.

Структура собственности и контроля зависит от национального правового режима акционерных обществ. Но везде существуют две формы корпоративной организации делового предприятия – партнерства и акционерные общества. В партнерствах число собственников ограничивается законом, а в акционерных обществах оно не ограничено – капитал можно увеличивать привлечением новых вкладчиков без согласия существующих.

В Японии партнерства называются «*gomei gaisha*» и «*goshi gaisha*» (в английском переводе *limited partnerships*), для которых установлено предельное число собственников – 50 чел.<sup>1</sup> и минимальный уставный капитал в 3 млн. иен. Акционерные общества называются «*kabushiki kaisha*» (*joint stock companies*). Минимально необходимый капитал для их создания – 10 млн. иен.

Принятое в странах с рыночной экономикой деление компаний на публичные (*public companies*) и частные (*private companies*) существует и в Японии. Акционерное общество, предлагающее свои акции по открытой подписке и выпускающее их в свободную продажу на фондовый рынок, называется «*jojo kaisha*», то есть биржевым. Акционерное общество, торгующее своими акциями вне организованного рынка, называется «*hijojo kaisha*», или небиржевым.

Акционерное общество является формой организации не обязательно крупного делового предприятия. По данным переписи предприятий от 2004 г.<sup>2</sup>, в Японии насчитывается 24 669 партнерств и 1 507 тысяч акционерных обществ. Из них только 2175 относятся к «биржевым». Закрытые («небиржевые») акционерные компании – распространенная форма организации среднего и мелкого бизнеса: их всего на миллион меньше, чем индивидуальных предприятий.

Небиржевые компании – предпринимательская среда, откуда «вырастают» компании биржевого круга и куда они возвращаются, когда их акции выводятся из листинга бирж по тем или иным причинам. Для листинга компании должны соответствовать строгим биржевым требованиям к размерам капитала, доходности акций, числу акционеров, выплате дивидендов, прозрачной финансовой отчетности.

<sup>1</sup> Commercial Code of Japan, Attachment 3, Yugen Gaisha Law, Article 8.

<sup>2</sup> Данные последней переписи предприятий опубликованы в апреле 2006. г. [www.stat.go.jp](http://www.stat.go.jp).

К компаниям биржевого круга относится понятие «корпоративного управления». К нему относятся правила, которыми руководствуются заинтересованные стороны, контролируя решения и действия наемных управляющих. Это и формальные правила (законы), и неформальные (обычаи, связи).

Единого, стандартного типа публичных акционерных компаний нет, а есть две их разновидности, различающиеся как по составу сообщества заинтересованных лиц, так и по способу финансирования. Они настолько различны, что в литературе бытуют такие определения, как «акционерный капитализм» и «банковский капитализм»<sup>3</sup>. Соответственно, у них разный баланс интересов и механизм принятия решений и контроля.

«Акционерный капитализм» опирается на прямое финансирование (фондовый рынок), «банковский капитализм» – на косвенное финансирование (кредитный рынок). В реальной экономической жизни рынок банковского кредита и фондовый рынок всегда сосуществуют. Можно говорить только о том, какой из рынков является центральным и какой – вспомогательным в той или иной национальной экономике.

Система прямого финансирования основана на функции рынка ценных бумаг, на котором владельцы сбережений и конечные пользователи (компании) напрямую продают и покупают на рынке акции (титулы собственности) и облигации (долговые обязательства), а «невидимая рука» рынка контролирует инвестиционные решения менеджеров, вознаграждает за успех и наказывает за провал.

Система косвенного финансирования основана на посреднической функции банков, которые мобилизуют сбережения, предоставляют их займы компаниям, оценивая их кредитоспособность, контролируют инвестиционные решения и несут риски невозврата ссуд. В экономической литературе примерами «акционерного капитализма» считаются экономика США и Англии, а «банковского» – экономика Германии и Японии, а также Сингапура, Малайзии и Швейцарии.

Структура управления несет на себе отпечаток этих различий. В американских акционерных обществах контрольную функцию выполняют внешние члены совета директоров, которые обязательны для всех АО, а в советах директоров участвуют представители акционеров и наемного персонала (профсоюза). В США обычно имеются независимые подкомиссии по ревизии финансовой отчетности, оплате и назначению менеджеров. В Германии в компаниях с числом наемных работников более 2 тыс. чел. над советом директоров (правлением) должен быть надзорный орган – наблюдательный совет, который наполовину состоит из представителей персонала.

В Японии до последнего времени все это не было обязательным, но большинство членов совета директоров назначалось из основного состава менеджеров, которые продвигались по стажу работы в своей компании. Структура совета воспроизводит административную иерархию компании. Каждый член совета директоров отвечает за работу определенных подразделений фирмы, чего нет в США. Внутри директорского корпуса есть ранги: рядовые директора (*torishimariyaku*) возглавляют секции компании, управляющие директора (*jomu torishimariyaku*) – отделения, старшие (*senmu torishimariyaku*) – крупное подразделение. Самые старшие по стажу становятся «директорами-представителями», то есть представителями совета, исполняющими его решения по поручению. Над ними – вице-президент (*fukushacho*) и президент (*shacho*).

Модель «акционерного капитализма» называется англо-саксонской, а чаще всего американской, так как именно в США она существует в чистом виде. В этой стране рано сложился крупномасштабный фондовый рынок с широкой дисперсией акций, и положение о Совете директоров как об органе, действующем от имени собственников, было законодательно закреплено еще в конце XIX века.

<sup>3</sup> См.: Morck, Randall K and Lloyd Steier. The Global History of Corporate Governance: An Introduction. NBER Working Paper No. 11062, January 2005; Prowse, Stephen. Alternative Models of Financial System Development. Reserve Bank of Australia, 1996.

## 1.2. Различные трактовки корпоративного управления

Понимание корпоративного управления в рамках «акционерного капитализма» было впервые сформулировано в работе американских юристов Адольфа Берли и Гардинера Минза, которые поставили вопрос о том, кто владеет и кто управляет крупными корпорациями при значительной диффузии собственности<sup>4</sup>. От этой работы идет традиция понимать корпоративное управление только как систему отношений между акционерами и менеджерами, построенную на разделении прав собственности и контроля. Интересы собственника и профессионального менеджера изначально конфликтны, а дисперсия собственности приводит к тому, что собственники теряют контроль в пользу менеджеров.

В рамках «акционерного капитализма» акционеры имеют абсолютный приоритет в принятии решений и распределении прибыли. Право инвесторов на доход – предмет главной ответственности менеджеров, работа которых оценивается уровнем прибыли на вложенный капитал – доходностью акций. В развитых странах на рынке ценных бумаг преобладают институциональные инвесторы. Это коммерческие банки, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, взаимные фонды и т. д. Особенность рынка развитых стран – размещение ценных бумаг через посредников, роль которых выполняют инвестиционные банки<sup>5</sup>. Компании обязаны публиковать заверенную внешними аудиторами финансовую отчетность. Акционеры имеют право сместить неэффективную команду менеджеров и могут судиться с директорами и топ-менеджерами, привлекая к решению конфликтов судебную власть.

Контроль собственников имеет много вариантов, зависящих от структуры собственности. Крайние варианты – полная дисперсия (множество мелких пакетов акций) и полная концентрация всех акций в одних руках. Чем дальше расходятся собственность и управление, тем ниже контроль акционеров-аутсайдеров и выше фактическая власть профессиональных менеджеров. Контролирующий (мажоритарный) акционер – держатель контрольного пакета акций компании или такого количества акций, которое позволяет оказывать влияние на политику компании. Контрольным пакетом считается 50% голосующих акций (или 50% плюс одна акция) в руках самого крупного акционера или коалиции акционеров. Размеры блокирующего пакета зависят от регламентов национального корпоративного права. Например, в Японии для принятия важных решений (перемена бизнеса, членство в ассоциации, слияние, поглощение) нужно большинство в 2/3 голосов собрания акционеров<sup>6</sup>. Принятие этих решений может быть заблокировано пакетом в 1/3 плюс один голос.

Если акционеры не могут создавать коалицию для голосования, их контроль равен нулю. При сильной дисперсии акций даже пакеты в 3-5% акций оказываются крупными. При большой концентрации акций в руках наемных менеджеров говорят об инсайдерском контроле. Доминирующий акционер может поставить корпорацию под единоличный контроль, небольшая группа крупных собственников – под групповой контроль.

Кроме внешнего контроля со стороны акционеров, в развитых странах функционирует рынок корпоративного контроля. Покупка компании путем скупки ее акций на рынке (takeover) – это обычная форма консолидации контроля для реорганизации фирмы. В то же время перехват власти над фирмой через рынок является самым опасным для менеджеров контрольным инструментом. Новые владельцы чаще всего заменяют управленческую

---

<sup>4</sup> *Berle, Alfred A. and Gardiner Means. «The Modern Corporation and Private Property». Macmillan, 1932.* Берли и Минз построили свою теорию продвинутой формы отделения собственности от контроля на фактах из практики американских железнодорожных компаний. Они увидели, что граждане их страны – это акционеры, не имеющие права прямого контроля.

<sup>5</sup> Если новый выпуск бумаг эмитента оказывается слишком большим для инвестиционного банка, он может сформировать «эмиссионный синдикат» из нескольких участников.

<sup>6</sup> *The Commercial Code of Japan, Articles 245, 343. EHS Law Bulletin Series, #2200, Tokyo, 1991.*

команду. Сильно действующим механизмом является даже угроза поглощения. Корпорации вырабатывают защитные приемы против поглощений. Эти приемы могут быть серьезным препятствием для функционирования рынка корпоративного контроля.

При «банковском капитализме» за управлением наблюдают менеджеры банков – вмешиваются, исправляя ошибки, отказывают нерадивым в кредитовании. Они ориентируются не на курс и доходность акций компании, а на показатели ее ликвидности и чистой прибыли. Компания может финансироваться на кредитном рынке только при условии, если ее прибыли на капитал достаточно, чтобы оплатить кредит. Банки могут быть еще и акционерами (в Германии их участие не ограничено, а в Японии оно не может превышать 5% акционерного капитала заемщиков) и получать места в совете директоров своих клиентов. Инфраструктура фондового рынка (инвестиционные банки, институциональные инвесторы, рейтинговые агентства) при «банковском капитализме» обычно не очень развита.

Для «банковского капитализма» характерна широкая трактовка корпоративного управления. В континентальной Европе и Японии считается, что корпорация действует в интересах более широкого круга лиц (*stakeholders*) – не только акционеров, но также своего персонала, клиентов, поставщиков, кредиторов, имеющих интересы в корпорации и влияющих на ее деятельность. В Германии это закреплено в законодательстве об акционерной компании: у персонала есть представительство в совете директоров и право участия в выработке стратегических решений. В праве Японии этого нет, но негласно предполагается, что корпорация управляется в интересах широкого круга заинтересованных лиц. В отличие от США и Великобритании, где банки не имеют права держать акции корпораций, в Германии это право дано, и крупные кредиторы могут быть представлены в совете директоров. В Японии – не могут, так как их участие в капитале корпораций ограничено указанной выше нормой в 5%.

Широкой трактовке корпоративного управления отвечает теория современной корпорации как «пучка контрактов» (*a nexus of contracts*), разработанная американскими экономистами Дженсенем и Меклингом<sup>7</sup>. Эта теория рассматривает фирму как совокупность контрактов предприятия с наемными работниками, потребителями, поставщиками, независимо от того, внутренние это контракты или внешние, и от юридической формы предприятия (открытая, закрытая корпорация, или партнёрство).

Корпорация – это объединение сторон, связанных добровольными контрактами. Его участники вносят вклад в работу объединения денежным капиталом, трудом, недвижимостью и т.д., и даже клиенты и потребители участвуют в этом «пучке» постольку, поскольку они заключают сделки для покупки товаров и услуг у корпорации.

Механизмы корпоративного управления в этой трактовке зависят от многих чисто правовых институтов, принятых в национальной экономике, – от правовой защиты интересов инвесторов, принципов бухгалтерского учета и отчетности, правил внешней ревизии финансовых документов; от правил ухода с рынка – процедур банкротства компаний. В Японии получила распространение предельно широкая трактовка понятия *stakeholders*, включающая неформальные институты. Например, профессор Стэнфордского университета Масахико Аоки определяет публичные акционерные компании как «коалиционные сообщества различных заинтересованных лиц, включая менеджеров, наемных работников, банки, акционеров и партнеров по бизнесу»<sup>8</sup>. Представления людей о составе этого круга, замечает Аоки, «могут отличаться от намерений власти, которая пишет и вводит в действие законодательные акты». Структура корпоративного управления определяется им предельно широко – как «интерактивная сеть, состоящая из менеджеров, рядовых работников и

---

<sup>7</sup> Jensen, Michael C. and William H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

<sup>8</sup> Aoki Masahiko. The Co-operative Game Theory of the Firm/ Oxford, Clarendon Press, 1984.



инвесторов (индивидуальных владельцев, акционеров, держателей долговых обязательств, банков, венчурных капиталистов и так далее, в зависимости от контекста)<sup>9</sup>.

Проблемам корпоративного управления посвящена огромная научная литература, ими занимаются ведущие западные университеты<sup>10</sup> и научные центры, в том числе при международных организациях. Так, в Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) есть консультативная группа, публикующая доклады о состоянии корпоративного управления в мире, включая страны с переходной экономикой<sup>11</sup>.

ОЭСР регулярно проводит Круглые столы по корпоративному управлению в России. Аналогичная исследовательская группа работает в Мировом банке<sup>12</sup>. В Японии проблемами корпоративного управления занимаются институт RIETI при Министерстве экономики, торговли и промышленности и научно-исследовательский институт при университете Хитоцубаси<sup>13</sup>.

Консультативная группа ОЭСР выработала «Принципы корпоративного управления ОЭСР» – критерии, по которым следует оценивать, как обстоит дело с корпоративным управлением в той или иной стране, и на этом основании судить об эффективности национальной экономики.

Конечно, в «Принципах» ОЭСР признается, что «не существует единой модели надлежащего корпоративного управления. Различия в правовых системах, институциональных структурах и традициях приводят к тому, что в разных странах мира практикуются различные подходы», - говорится в этом документе. Тем не менее, на первом плане оказалась защита прав и интересов акционеров<sup>14</sup>. Составители «Принципов» поставили «соблюдение защищенных законом прав заинтересованных лиц, предоставляющих ресурсы» на второй план. Иными словами, надлежащий режим есть американская модель, на нее и следует ориентироваться.

«Принципы» ОЭСР имеют не нормативный, а рекомендательный характер. Как пишут их составители, они «представляют важный первый шаг в развитии единого международного понимания элементов надлежащего режима корпоративного управления». Потребность в едином понимании оправдывается все более интернациональным характером инвестиций<sup>15</sup>.

Американская экономика с ее гигантским фондовым рынком играет роль «центрального финансового рынка» для всего мира. У США есть уникальный опыт помощи в послевоенном восстановлении Западной Европы и Японии. США открыли им свой внутренний рынок и доступ к своим ресурсам капитала, технического и управленческого опыта, что сделало экономическую систему США «международным общественным благом». Но это не значит, что национальное своеобразие корпоративных систем в XX веке пропало навсегда.

---

<sup>9</sup> Aoki Masahiko. Institutional Complementarities between Organizational Architecture and Corporate Governance, RIETI Discussion Paper Series 03-E-005, p.16.

<sup>10</sup> На русском языке есть только одна работа о западных теориях современной корпорации: Кочеврин, Ю. Б. «Эволюция менеджериализма. Опыт политико-экономического анализа». М., «Наука», 1985.

<sup>11</sup> OECD, Directorate for Financial and Enterprise Affairs. Steering Group on Corporate Governance. OECD Principles of Corporate Governance, 2004. [www.oecd.org/daf](http://www.oecd.org/daf). На сайте ОЭСР можно найти русский перевод этого текста. В России исследованием российских корпораций занимается Институт анализа предприятий и рынков в составе Высшей школы экономики. [www.hse.ru](http://www.hse.ru).

<sup>12</sup> Finance and Private Sector Research. [www.econ.worldbank.org](http://www.econ.worldbank.org).

<sup>13</sup> [www.rieti.or.jp](http://www.rieti.or.jp) и [www.ier.hit-u.ac.jp](http://www.ier.hit-u.ac.jp).

<sup>14</sup> «К основным правам акционеров относятся права на: 1) надежные методы регистрации права собственности; 2) отчуждение или передачу акций; 3) получение необходимой информации о корпорации на своевременной и регулярной основе; 4) участие и голосование на общих собраниях акционеров; 5) участие в выборах правления; и 6) долю в прибылях корпорации». OECD Principles of Corporate Governance, 2004, p. 11.

<sup>15</sup> Там же, с. 8.

Во всех странах с рыночной экономикой типы корпоративной собственности и управления определяются конкретной историей. Может быть, настал «конец истории»? Может быть, в XXI веке, в условиях глобальной экономики настало время для их конвергенции? Ответ на этот вопрос выходит за рамки данной работы, посвященной Японии.

Япония – только один пример, может быть достаточно показательный. Дело в том, что в западной литературе широко распространено представление о том, что в этой стране, второй в мире экономической державе, корпорации, этот базовый институт современного капитализма, устроены иначе, чем везде, и управляются нестандартно.

### 1.3. Об уникальности японских корпораций

Япония была первой неевропейской страной, вступившей на путь капиталистического развития. Хозяйственная культура этой страны сложилась вне связей с христианской Европой. До начала европеизации Япония не знала этики капиталистического предпринимательства, основанного на индивидуальной инициативе. Добавим к этому мощный барьер иероглифической письменности, из-за которого знакомство с жизненным укладом японцев требует специальной языковой подготовки.

Отголоски представлений о чуждых, далеких от Запада принципах хозяйственной организации в этой стране слышатся до сих пор. К счастью, основанные на архивных документах работы японских специалистов по экономической истории – а это сильная школа в научном сообществе Японии – помогают увидеть истоки современного сочетания экзотики и современности.

В глазах многих зарубежных экономистов японский капитализм до последнего времени выглядел аномалией, далекой от обычных механизмов, которые приводят в действие мотив прибыли и экономической логики. Для Японии типичны неформальные институты, такие, как «стабильные акционеры» и «головные банки». В этот набор входит практика «пожизненного найма» для постоянных работников-мужчин и повышение оплаты по стажу работы в одной компании.

Данное представление сложились в 1970-1990-х годах под впечатлением «экономического чуда» и успешной конкуренции японских компаний на мировых рынках. «Японскую модель» надо было, так или иначе, объяснить.

В первом крупном международном исследовательском проекте, задуманном для объяснения «японской модели», утверждалось, что у японских корпораций нестандартные цели и особая мотивация деятельности. Цель японских компаний – не максимизация прибыли и ее распределение пропорционально вкладам собственников, а максимизация роста компании как организации и упрочение позиций ее руководства. Ричард Кейвс и Масу Уэкуса вывели эти черты из истории семейного бизнеса в эпоху Мэйдзи. До начала европеизации Японии «предпринимательские семьи отличались бережливостью, вкладывали в дело большую часть своих доходов и заботились о поддержании качества семейных управленческих талантов», - пишут они. Ликвидация семейных холдингов «*дзайбацу*», проведенная во время оккупации (1946-1952 гг.), привела к разделению собственности и контроля, но функция контроля просто перешла к менеджерам, которые при широкой дисперсии акционерной собственности пользуются большой независимостью», то есть целевая функция корпораций принципиально не изменилась. «Мы приходим к выводу, что менеджмент в крупных компаниях Японии пользуется достаточно большой свободой действий не с целью максимизации прибыли, хотя значение других мотивов невозможно оценить»<sup>16</sup>, - пишут Кейвс и Уэкуса.

Непохожесть японских компаний на западные в этой монографии трактовалась как «историческое эхо» недавней, по западным меркам, модернизации. Примечательно, что этот вывод подкреплялся ссылками не на ценности, свойственные протестантской этике по Максиму Веберу, а на национальную самобытность восточного народа – традиции сельской общины «*изэ*»<sup>17</sup>, хорошо известной по трудам как западных востоковедов, так и японских историков и этнографов. «Много путей вело к модернизации, - пишет Натан Глейзер, - государственные заводы, управлявшиеся как бюрократии; маленькие текстильные фабрики, на которых работали дочери самураев, а позднее крестьян; строительные бригады, где по традиции рабочие подчинялись боссам, как дети родителям; масса мелких кустарных мастерских и

---

<sup>16</sup> Patrick, Hugh and Henry Rosovsky (eds.) *Asia's New Giant. How the Japanese Economy Works*. The Brookings Institution, Washington, D. C., 1976, pp. 464-467.

<sup>17</sup> Значение иероглифа “изэ” (家) - дом, семья.

промышленные предприятия, набиравшие рабочих по принципу приема в семью. В этом сложном процессе индустриализации передавались и сохранялись в силе традиционные ценности труда и приверженности общине»<sup>18</sup>.

В другой трактовке «японская модель» корпорации сводилась к трудовым отношениям: бессрочным контрактам с менеджерами (пожизненному найму и оплате по стажу работы) и организации профсоюзов не по отраслям (профессиям), а по фирмам. Британский социолог Рональд Дор считал, что управленческий режим, основанный на этих принципах – условие жизнестойкости самих корпораций и важная гарантия социальной стабильности. Но экономическая эффективность у Дора не входит в понятие жизнестойкости. Отношения собственности ничего не значат в Японии: «Фирмы не считаются чьей-либо “собственностью”. Это организации бюрократические, подобные государственным учреждениям. Люди поступают в них ради карьеры, становятся их членами. Они больше похожи на сообщества»<sup>19</sup>. Японский капитализм в этой трактовке похож на квази-социализм.

По представлению американского экономиста японского происхождения Роберта Одзаки, это все-таки капитализм. Работа Одзаки написана накануне краха плановой экономики. В Японии он нашел «капитализм с человеческим лицом» и, как таковой, пример не только для капиталистических стран Запада, но и для стран Восточной Европы<sup>20</sup>, освободившихся от плановой экономики. Одзаки увидел в «японской модели» явление свершившейся конвергенции.

Американские экономисты Джеймс Эбегглен и Джордж Сток увидели в предмете своего исследования не просто капиталистические фирмы, но сильнейших конкурентов в свободной рыночной экономике, умело использующих цены, кредит и дивиденды для финансирования своего роста. Умение выстраивать предпринимательскую стратегию, лучшая организация производства и сбыта, естественно, раздражает конкурентов, но больше всего их раздражают по видимости слабые позиции японских владельцев обыкновенных акций. Дивиденды выплачиваются как показатель финансового благополучия компаний, но от права акционеров на дивиденды зависит само существование компаний, так как реинвестировать прибыль можно только после выплаты дивидендов<sup>21</sup>. Что касается максимизации роста и доли на рынке, то эти цели компании достигаются инвестированием без оглядки на краткосрочную отдачу. То есть именно потому, что интересы инвесторов не противопоставляются интересам компании как организации. «Компания с хорошей перспективой роста может сократить дивиденды до нуля и приветствовать согласование интересов акционеров с интересами самой компании»<sup>22</sup>.

Упомянувшийся выше Масахико Аоки видит своеобразие японской корпорации в неявном, неформальном признании трудового коллектива составной частью компании. В современной экономике функцию предпринимателей выполняют акционеры, которые нанимают менеджеров и несут риски – получают остаточный доход после оплаты всех договорных обязательств. Работники, нанятые по контрактам, отделены от акционеров, их интересы защищает коллективный договор. В Японии вместо этого разделения работает «модель корпоративного менеджизма» – некий треугольник, в котором менеджеры

---

<sup>18</sup> Там же, с. 890-891.

<sup>19</sup> *Dore, Ronald*. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons. Oxford University Press, 2000, pp. 25-26.

<sup>20</sup> *Ozaki, Robert S.* Human Capitalism. The Japanese Enterprise System as a World Model. Kodansha International, 1991.

<sup>21</sup> *Abegglen, James C. and George Stalk, Jr.* Kaisha. The Japanese Corporation. Basic Books, Inc., 1985, pp. 168-175.

<sup>22</sup> *Op. cit.*, p. 180.

являются посредниками между акционерами и работниками, а фирменный профсоюз представляет интересы последних<sup>23</sup>.

Аоки считает ссылки на особые социально-культурные традиции мифологией, возникшей на гребне экономического успеха страны. Эта мифология, пишет Аоки, есть порождение зависти к успеху Японии и, возможно, эхо влиятельной работы Дж. Эбеггена (*Abegglen J. C. The Japanese Factory*, Glencoe, Illinois, 1958), который утверждал, что японская система найма и система управления суть уникальные культурные явления и как таковые не могут быть воспроизведены нигде за пределами Японии.

Кэнъити Имаи и Рютаро Комия признают, что японские корпорации «не вписываются» в классическую теорию капиталистической фирмы, максимизирующей прибыль. Но их управленческая модель (пожизненный найм и оплата по стажу) не противоречит эффективному использованию ресурсов. Она позволяет концентрировать «человеческий капитал» – профессиональных менеджеров, квалифицированных инженеров и рабочих. Именно менеджеры представляют «человеческий капитал» при принятии решений, а влияние акционеров на дела компаний ослаблено, так как отделение собственности от управления в Японии зашло дальше, чем в других развитых странах<sup>24</sup>.

Практически никто из авторов работ о японской корпорации не обходит вниманием отсутствие контроля над корпорациями со стороны фондового рынка. Для японских менеджеров рост курсовой стоимости акций – не цель компании, а только следствие хорошего управления, пишут Эбегген и Сток.

Из этого должно следовать, что в силу необычного разделения собственности и контроля в Японии корпорации действуют только как юридические лица и фактически не являются предметами владения и объектами контроля со стороны собственников и фондового рынка. У них практически только один уровень отношений собственности. Банковский контроль ведется *post factum* и не заменяет мониторинга крупных акционеров. Когда компании попадают в тяжелое финансовое положение, банки занимаются их спасением (об институте «головных банков» см. ниже – *Е.Л.*). По нормативам корпораций англо-саксонского типа корпоративное управление в Японии неправильно и ненормально.

Но что такое норма, если не эффективность института? В нормативные представления о дисциплинирующей роли советов директоров входят хорошие финансовые результаты и высокая капитализация компаний. Но профессиональная компетентность и честность менеджеров могут обеспечиваться пожизненным наймом, служебным продвижением по стажу и рыночной конкуренцией. А формально правильное корпоративное управление не гарантирует прозрачности бизнеса для акционеров и честности менеджмента. Об этом свидетельствуют скандальные истории краха американской корпорации Enron (2001 г.) и банкротства итальянского концерна Parmalat (2003 г.).

Одна работа выбивается из общего ряда. Ёсиро Мива (Токийский университет) и Марк Рамзейер (Гарвардская школа бизнеса) признают неординарность «японской модели», однако считают, что рассуждения о культурных детерминантах экономической организации – например, о коллективистской этике конфуцианства – порождают ложные представления, своего рода «сказки о Японии». В конце концов, пишут они, «все сказки о японской бюрократии, кэйрэцу, головных банках и неправильно управляемых фирмах – это именно сказки. По существу японская экономика мало чем отличается от американской экономики (или, как мы подозреваем, от любой другой)». Потому что японские фирмы работают на конкурентных рынках, и «фирмы с неудачной структурой управления должны уходить с рынка или изменяться ...».

<sup>23</sup> *Aoki Masahiko. Japanese Firm in Transition. In: The Political Economy of Japan. Volume 1, The Domestic Transformation. Ed. By Kozo Yamamura and Yasukichi Yasuba. Stanford University Press, 1987, p. 26.*

<sup>24</sup> *Имаи Кэнъити, Комия Рютаро-хэн. Ниhoно-но киге (Японская корпорация). Издание Токийского университета, 1989, с. 4.*

«Если же японские фирмы страдают от того, что в их управлении доминируют инсайдеры, то фирмы с большим участием аутсайдеров должны были бы побеждать их в конкуренции. Этого не происходит. Наоборот, в полном соответствии с основами экономической теории, структура управления японскими фирмами вполне точно соответствует их потребностям»<sup>25</sup>.

Почему представления об уникальности «японской модели» так упорно базируются на отсылках к культуре и истории этой восточной страны? Как исторические корни соотносятся с экономической рациональностью? Как возникла и развивалась «японская модель» корпорации, что происходит с нею в условиях глобализации экономики? Обратимся к истории вопроса.

---

<sup>25</sup> *Miwa Yoshiro and J. Mark Ramseyer. The Fable of the Keiretsu. Urban Legends of the Japanese Economy. The University of Chicago Press, 2006, pp. 147, 158.*

#### 1.4. Очерк истории корпорации: от семейных предприятий к разделению собственности и контроля

Первыми в мире акционерными компаниями были британская Ост-Индская (1600 г.) и голландская Ост-Индская (1602 г.). Их организация и полномочия регулировались хартией королевы Елизаветы I и решением нидерландских Генеральных Штатов. Первой формой массовой организации предприятий в Европе XIX века были семейные компании. С их массовым переходом к акционерной форме на свет появилось акционерное право, которое ввело типовой порядок учреждения, устав, органы управления, ответственность управляющих и права собственников.

В некоторых крупнейших акционерных обществах контрольные пакеты акций до сих пор принадлежат семьям - наследникам основателей: Porsche в Германии, Agnelli в Италии, Wallenberg в Швеции, Peugeot во Франции. Акционерные компании, подконтрольные семьям их основателей, типичны для стран с короткой (в одно или два поколения) историей капитализма – Индии, Южной Кореи, Малайзии, Сингапура. В России в 1914 г. было 2167 акционерных компаний, каждая со своим индивидуальным уставом. Дореволюционная Россия не успела дорасти до крупных акционерных компаний и акционерного права – нормальная эволюция предпринимательства была прервана в 1917 г.<sup>26</sup>

Эволюция крупной семейной фирмы прерывалась (правда, без отмены института частной собственности) в США и Японии. В XIX веке богатые семьи купцов и финансистов были основателями американских корпораций. Многие очень крупные компании и в начале XX века не хотели котировать акции и публиковать отчетность. Они оставались партнерствами или продавали свои акции на децентрализованном рынке (ОТС). Личный контроль был типичен и для больших банков.

Но в 1911 г. антитрестовские власти раздробили гигантскую корпорацию Standard Oil of New Jersey, принадлежавшую семье Рокфеллеров. Некоторые крупные корпорации (The Insull и van Sweringen) не пережили биржевой крах 1929 г. С их уходом в общественном мнении утвердилось представление о вреде слишком большой концентрации экономической мощи. Под давлением политиков «Нового курса», преследовавших «плутократию», в 1930-х годах многие богатые семьи распродали на рынке крупные пакеты акций и диверсифицировали свои вложения. Финансовые реформы 1930-х годов тоже помогали сохранять дисперсию акционерной собственности<sup>27</sup>. Способствовали сохранению дисперсии акционерной собственности и судебные решения. Так, Верховный суд США в 1957 г. предписал семье Дюпонов продать принадлежавший им пакет акций General Motors, чтобы DuPont не имела преимуществ перед конкурентами при продаже своей продукции автомобильному гиганту<sup>28</sup>. Теперь семьи Рокфеллеров, Карнеги, Меллонов, Гугенхаймов ассоциируются с университетами, музеями, благотворительными фондами, и пр., но не с бизнесом основателей. Управление крупнейшими корпорациями Америки ушло к профессиональным менеджерам.

В Японии корпоративная система изменялась чаще и радикальнее, чем в любой стране мира. Она прошла четыре этапа эволюции, отмеченные катаклизмами, а сейчас наступил пятый.

---

<sup>26</sup> См. *Sachs Jeffrey, and Katarina Pistor. The Rule of Law and Economic Reform in Russia. Boulder, Colo., Westview, 1997.*

<sup>27</sup> The Glass-Steagall Act of 1933; The Public Utility Company Holding Companies Act of 1935, законы о банках, страховых компаниях, взаимных и пенсионных фондах.

<sup>28</sup> *Morck, Randall K and Lloyd Steier. The Global History of Corporate Governance, p. 18.*

## 1.5. Первый этап эволюции: становление крупных корпораций в Японии

В Японии индустриализация началась при смешанной модели государственного и семейного капитализма.

Правительство Мэйдзи (1868-1912 гг.) построило за казенный счет современные предприятия: железные дороги, почтовую службу, телеграфную и телефонную сети, типографии, арсеналы, угольные шахты, медные и серебряные рудники, текстильные фабрики, стекольные и цементные заводы, верфи Нагасаки и Урага, металлургический завод «Ёкосука». Расходы на приглашение иностранных специалистов, импорт оборудования и содержание большого государственного сектора подорвали бюджет страны. После финансовой реформы, проведенной по инициативе министра финансов Масаёси Мацуката в стиле «шоковой терапии», была проведена массовая приватизация: между 1880 г. и 1896 г. почти все эти предприятия были проданы семьям Ивасаки (Мицубиси), Мицуи, Сумитомо, Аикава (Ниссан) и нескольким другим. Их семейные владения выросли вокруг портовых городов Осака и Сакаи на оптовой торговле и морском судоходстве еще при власти сёгунов Токугава (1603-1868 гг.). Правительство Мэйдзи «обожгло» на государственном предпринимательстве и передало новую экономику в частные руки<sup>29</sup>.

Институт акционерной компании был введен в 1872 г. вместе с современной денежной системой, банковским законодательством, всеобщим обязательным школьным обучением и системой метрических мер и весов. Он был реализован в 1890-х годах в отраслях - «трансплантатах», организованных по западным технологиям и управленческим принципам. Первые фондовые биржи открылись в Осаке и Токио в 1878 г. Основная функция акционерной компании – привлечение капитала широкой публики – получила развитие в 1880-х годах, и этот демократичный тип предприятия, в котором любой мог стать акционером, скоро был широко распространен.

Крупные деловые предприятия, выросшие из семейных торговых домов эпохи сёгуната Токугава, в первые десятилетия XX века превратились в холдинговые группы, называемые «дзайбацу»<sup>30</sup>, с держательскими компаниями во главе<sup>31</sup>. Но многие современные для 1890-х годов отрасли, в частности, электроэнергетика, хлопкопрядильные фабрики, банки были изначально организованы как акционерные компании<sup>32</sup> и выросли за пределами «дзайбацу» и независимо от них.

Дочерние фирмы «дзайбацу» формально были акционерными обществами, но управлялись головными (держательскими) компаниями. Их акции практически не продавались на сторону до 1935 г., когда головные компании впервые предложили эти акции

---

<sup>29</sup> В государственном секторе остались только почта, телеграф и телефон, часть железных дорог и военные заводы, а также построенный позже (1901 г.) металлургический комбинат «Явата». См.: *Morck, Randall and Masao Nakamura. Business Groups and the Big Push: Meiji Japan's Mass Privatization and Subsequent Growth. NBER Working Paper No. 13171, 2007.* См. также: *Орчард, Дж. Экономическое развитие Японии (перевод с английского) М., Соцэкгиз, 1934.*

<sup>30</sup> Этот тип корпоративных групп и в настоящее время встречается во Франции, в Италии, Канаде, Бельгии, Швеции. Он распространен в странах Азии – Индонезии, Малайзии, Таиланде. Корейский термин «чэболь» записывается теми же китайскими иероглифами, что и «дзайбацу».

<sup>31</sup> *Yamamura Kozo. Entrepreneurship, ownership, and management in Japan, in: Kozo Yamamura (ed.) The Economic Emergence of Modern Japan. Cambridge University Press, 1997; Morikawa Hidemasa. Zaibatsu. The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan. University of Tokyo Press, 1992.*

<sup>32</sup> История хлопкопрядильных компаний Amagasaki, Kurashiki и Kanebo началась с того, что предприниматели собирали капитал по подписке у местных купцов в портовых городах Осаке и Амагасаки. Компании «дзайбацу» в подписке не участвовали. *Miwa Yoshiro and Mark Ramseyer. Corporate Governance in Transitional Economies: Lessons from the Pre-War Japanese Cotton Textile Industry. The University of Tokyo Discussion Paper CITJE-F-48, 1999.*



рынку<sup>33</sup>. Головные компании, выросшие из семейных торговых домов, вначале были партнерствами (Фурукава гомэй, Мицуи гомэй) и только в конце 1930-х годов приняли форму акционерных компаний. В холдинговых группах было внутригрупповое распределение инвестиционных ресурсов. Инвестиционные планы дочерних фирм рассматривались и финансировались головными компаниями.

В среде американских японоведов существует представление (и его разделяют некоторые их японские коллеги) о том, что в довоенной японской экономике не было развитого рынка ценных бумаг и что центральными звеньями концернов были так называемые «карманные» банки (*кикан гинко*). Томас Биссон, ветеран Штаба оккупационных войск: «в Японии при старом режиме привилегированные группы обладали абсолютной властью над всеми сторонами экономической жизни... В полуфеодальном прошлом Японии не было ни опыта, ни традиции экономических свобод. ... Через контроль над своими банками семьи *дзайбацу* контролировали любые фирмы»<sup>34</sup>. Другой ветеран этого Штаба Элинор Хэдли, писала, что для банков «интересы группы, естественно, были на первом месте. Более того, банки кредитовали компании своей группы на льготных условиях и неохотно давали ссуды аутсайдерам, которые могли бы конкурировать или конкурировали с важными для группы дочерними компаниями на том или ином рынке»<sup>35</sup>.

Примеры от более поздних авторов: Майкл Герлах пишет, что каждый концерн «запускал свой собственный банк для финансирования деятельности компаний своей группы»<sup>36</sup>. Ему вторит Родни Кларк: «у каждого концерна был банк, работавший как денежный насос. Они перекачивали депозиты широкой публики в другие компании - члены группы»<sup>37</sup>.

В последние годы японские специалисты по экономической истории обратились к довоенным источникам и пришли к выводу, что представление о «карманных» банках неверно<sup>38</sup>. Концерны, имевшие банки, пишет историк Хидэмаса Морикава, «использовали свои банки с осторожностью. Для “дзайбацу” вложить депозиты своего банка в свои предприятия и потом не иметь возможности вернуть вложенные деньги означало бы нанести непоправимый урон не только репутации этого банка, но и чести семьи»<sup>39</sup>. Поэтому банки, входившие в состав концернов, трудно назвать «карманными». Они покупали облигации железнодорожных и энергетических компаний и администраций префектур<sup>40</sup>. Их основная клиентура была вне корпоративного сектора.

Довоенная экономика была преимущественно аграрной. Сельское хозяйство, производство чая и традиционное шелководство сильно зависели от банковского кредитования. Клиентами банков были богатые купцы и землевладельцы – политические и социальные лидеры своих регионов. Банки доверяли их репутации и предпочитали их корпоративным заемщикам.

Рынок акций и облигаций был главным источником внешнего финансирования для публичных корпораций. Банковское финансирование играло подчиненную роль (см. таблицу 1).

---

<sup>33</sup> *Окадзаки Тэцудзи, Окуно-Фудзивара Масахиро-хэн*. Гэндай кэйдзай сисутэму-но гэнрю (Исторические корни современной экономической системы в Японии). Т, 1993, с. 100.

<sup>34</sup> *Bisson, Thomas A. Zaibatsu Dissolution in Japan*, Berkeley & London, 1954. pp. 3, 6, 15.

<sup>35</sup> *Hadley, Eleanor. Antitrust in Japan*, p. 29.

<sup>36</sup> *Gerlach, Michael L. Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*. Berkeley, University of California Press, 1992, p. 115.

<sup>37</sup> *Clark, Rodney. The Japanese Company*. New Haven: Yale University Press, 1979, p. 42.

<sup>38</sup> *Teranishi Juro. «Is the Financial System of Postwar Japan Bank-dominated or Market Based?»*. Hitotsubashi University, CEI Working Paper Series No. 2005-4.

<sup>39</sup> *Morikawa Hidemasa. Zaibatsu. The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan*. University of Tokyo Press, 1992, p. 96.

<sup>40</sup> *Op. cit.*, p. 162.

**Таблица 1. Источники финансирования крупных корпораций**  
(в среднем для каждого периода, %)

Период	Акции	Нераспределенная прибыль	Корпоративные облигации	Заимствования	Кредиторская задолженность
1902-05	66,2	16,7	9,0	2,5	5,6
1906-10	63,8	17,9	8,5	3,0	6,8
1911-13	62,1	17,8	10,7	3,3	6,0
1914-15	56,7	16,3	12,2	6,3	8,6
1916-20	55,7	22,9	11,7	2,6	7,1
1921-25	55,9	19,1	13,4	4,5	7,1
1926-27	51,6	13,2	21,8	6,1	7,4
1928-30	51,0	11,2	20,9	6,9	10,1
1931-35	52,4	11,1	21,6	7,0	8,0
1936-40	53,9	14,1	15,8	7,0	9,0

Источник: *Teranishi Juro. Were Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System? In: The Bank of Japan. Monetary and Economies Studies, March 2007, p. 52.*

Два вида корпораций – «открытые» и «закрытые» – существовали параллельно. В держательских компаниях «*дзайбацу*» концентрация акционерной собственности была высокой: первой десятке инвесторов принадлежало 65,9% всех выпущенных акций (в том числе 43,1% - холдингам). Это были индивидуальные инвесторы, потомки основателей и близкие к ним богатые люди. Между головными и дочерними компаниями были перекрестные акционерные связи. В дочерних компаниях «*дзайбацу*» директора, как правило, нанимались «семьей», и разделение между собственностью и управлением зашло довольно далеко. В независимых же концентрация собственности была ниже: 32,1% у первых десяти инвесторов, и собственность была шире распределена между предпринимателями средней руки, покупавших акции на фондовом рынке<sup>41</sup>. Но здесь, где крупные акционеры чаще всего сами были директорами и управляли бизнесом напрямую, отделение собственности от управления только еще началось.

«Главными инвесторами были богатые люди, - объясняет эту ситуацию Дзюро Тэраниси. - Они брали на себя риски на основе той информации, которая была легко доступна им и исходила от близких партнеров и компаньонов»<sup>42</sup>. В первой половине XX века в корпоративной системе Японии собственность и управление уже были разделены, но не разошлись далеко. Из-за высокой концентрации собственности корпоративный контроль принадлежал физическим лицам, а не фондовому рынку как таковому.

<sup>41</sup> Okazaki Tetsuji. *The Japanese Firm under the Wartime Planned Economy*. In: Aoki Masashiko and Ronald Dore, eds. *The Japanese Firm. Sources of Competitive Strength*. Clarendon Press, Oxford, 1994, pp. 351-353.

<sup>42</sup> *Teranishi Juro. Were Banks Really at the Center of the Prewar Japanese Financial System? In: The Bank of Japan. Monetary and Economies Studies, March 2007, p. 52.*

## 1.6. Второй этап эволюции: корпоративная система в военной экономике 1937-1945 годов

С началом военных действий в Китае (1937 г.) правительство Японии стало строить военно-мобилизационную систему по образцу советской плановой экономики. В этой системе капиталистическая фирма низводилась до подчиненного звена, ответственного только за выпуск продукции. Плановое агентство (*Kikakuin*), учрежденное в 1937 г., потребовало, чтобы советы директоров получали санкцию правительства на ключевые решения, такие, как изменения в уставе и эмиссию ценных бумаг. В 1939 г. их лишили права устанавливать размеры дивидендов, в 1943 г. – права назначать менеджеров. Тогда же все фондовые биржи Японии были объединены в квази-правительственную организацию «*Japan Securities Exchange*».

В 1938-1940 гг. были введены фиксированные цены и создан распределительный аппарат в виде сети отраслевых «контрольных ассоциаций». Система снабжения по квотам охватила частную промышленность точно так же, как если бы она была государственной.

«Новая экономическая система», введенная в декабре 1940 г., установила цель превратить предприятия в чисто производственные единицы и «настолько полно отделить собственность от управления, чтобы собственники не получали никакой прибыли от роста производства»<sup>43</sup>. К началу войны на Тихом океане экономика была поставлена под государственное управление при формальном сохранении частной собственности. Фактически ее институты были свернуты.

Министерство финансов в 1941 г. заставило частные банки заниматься долгосрочным кредитованием военной промышленности. Каждой компании-исполнителю военных заказов назначался один или два «уполномоченных» банка. Для финансирования стратегически важных отраслей (черной металлургии, добычи угля, выплавки алюминия, судостроения и авиационной промышленности) банки организовывали синдицированные займы. Менеджеры банков-организаторов вели мониторинг использования займов и играли роль каналов связи с Банком Японии, руководившим всей системой банковских синдикатов. «Банковская» финансовая система возникла в военной экономике, когда права акционеров были ограничены, а фирмы, выпускавшие продукцию военного значения, были прикреплены к «назначенным» банкам. Отсюда берет начало такой неформальный институт послевоенной экономики, как «головные банки»<sup>44</sup>.

Компании-исполнители военных заказов (около 600) были напрямую подчинены министерству вооружений. Правительственный «Комитет по важнейшим отраслям», подготовивший закон о статусе этих компаний, исходил из того, что «прибыль в ее обычном понимании больше не будет принадлежать акционерам... Она в принципе должна принадлежать предприятиям в целом. Поэтому прибыль должна распределяться фиксированными долями между акционерами, директорами и рабочими»<sup>45</sup>. Согласно военно-патриотической идеологии того времени, институт предприятия был объявлен «органической структурой, связывающей хозяев и наемных работников через их трудовой вклад», и за работниками признавался статус «законных членов фирмы»<sup>46</sup>. Так зародилось

<sup>43</sup> *Kikkawa Takeo*. The Relationship between the Government and Companies in Japan During and After World War II. In: *Sakudo Jun and Takeo Shiba*. World War II and the Transformation of Business Systems. University of Tokyo Press, 1994, p. 65.

<sup>44</sup> Подробнее об этом см.: *Teranishi Juro*. Loan Syndication in War-Time Japan and the Origins of the Main Bank System, In: *Masahiko Aoki and Hugh Patrick* (eds). The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies. Oxford University Press, 1994.

<sup>45</sup> *Okazaki Tetsuji*. Corporate Governance, in: *Okazaki Tetsuji and Masahiro Okuno-Fujiwara* (eds). The Japanese Economic System and its Historical Origins. Oxford University Press, 1999, p. 118.

<sup>46</sup> *Okazaki Tetsuji*. The Japanese Firm under the Wartime Planned Economy, p.362.

укоренившееся в общественном сознании представление, будто компания принадлежит ее работникам.

Это представление разделяют иностранные авторы. Например, англичанин Р. Дор трактует его в патерналистском духе: «в японских фирмах никто особенно не думает о собственниках. Но фирмы не считаются “ничьими”. Они – организации, конторы наподобие государственных, люди приходят в них ради карьеры, становятся их членами. Это скорее даже общины. И как в любой общине, в них есть иерархия... президент, вице-президент и директора – старейшины»<sup>47</sup>. Японские авторы приводят прагматические доводы. Кодзи Мацумото, в прошлом чиновник Министерства внешней торговли и промышленности, указывает на то, что японские рабочие и служащие выбирают компанию не по уровню зарплаты и содержанию работы, а по статусу компании. Они связывают свое благополучие с успехами компании и разделяют с ней корпоративные риски. Они называют себя *sha-in*, что в переводе означает «член компании»<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> Dore, Ronald. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus the Anglo-Saxons. Oxford University Press, 2000, pp. 25-26.

<sup>48</sup> Matsumoto Koji. The Rise of the Japanese Corporate System. Kegan Paul International, London-New York, 1991, pp. 20-25.

### 1.7. Третий этап эволюции: последствия роспуска «дзайбацу» в конце 1940-х годов прошлого века

К приходу Администрации оккупационных войск (осень 1945 г.) довоенная корпоративная система была разрушена, фондовый рынок не существовал, банковский сектор потерял самостоятельность. Администрация, выполняя директивы о демилитаризации Японии, данные Объединенным комитетом начальников штабов Вооруженных сил США, вменила поставки вооружений и снабжение императорской армии в вину семейным кланам «дзайбацу». Их прямая вина в войне на Тихом океане не была доказана, а у оккупационной администрации не было ни сколько-нибудь развернутой программы, ни даже конкретных представлений о структуре и характере связей в японских концернах<sup>49</sup>. Но форма холдинга с семейным капиталом и под контролем семьи владельцев выглядела враждебным анахронизмом в глазах последователей рузвельтовского «Нового курса», которых было много в штабе генерала Макартура. В первую очередь это относится к докладу американского профессора Корвина Эдвардса, который в 1945 г. обосновал для оккупационных властей необходимость роспуска «дзайбацу»<sup>50</sup>.

Первоначально к роспуску были предназначены десять крупнейших концернов и их дочерние компании, на долю которых приходилось более трети акционерного капитала Японии (см. таблицу 2), а также еще 83 холдинговые группы меньших размеров.

**Таблица 2. Десять предназначенных к роспуску «дзайбацу»**

концерны	Число дочерних компаний в 1937 г.	Число дочерних компаний в 1946 г.	Доля в оплаченном капитале всех АО в 1946 г., %
Мицуи	101	294	9,4
Мицубиси	73	241	8,3
Сумитомо	34	166	5,2
Ясуда	44	60	1,6
<b>Итого «Большая четверка»</b>	<b>252</b>	<b>761</b>	<b>24,5</b>
Ниссан	77	179	5,3
Асано	50	59	1,8
Фурукава	19	53	1,5
Окура	51	58	1,0
Накадзима	-	68	0,6
Номура	-	19	0,5
<b>Итого Остальные шесть</b>	<b>197</b>	<b>439</b>	<b>10,7</b>
<b>Все десять концернов</b>	<b>449</b>	<b>1200</b>	<b>35,2</b>

Источник: Morck, Randall and Masao Nakamura. Been There, Done That –The History of Corporate Ownership in Japan. *Institute of Economic Research, Hitotsubashi University. Center for Economic Institutions Working Paper Series, No. 2004-4.* Данные Комиссии по роспуску концернов и расчеты авторов.

<sup>49</sup> Подробная история роспуска «дзайбацу» изложена в двух монографиях: Hadley, Eleanor. Antitrust in Japan, Princeton, 1970; Bisson, Thomas A. Zaibatsu Dissolution in Japan, Berkeley & London, 1954.

<sup>50</sup> Существует русский перевод этого доклада: К.Эдвардс, Р. Даукинс, У. Диксен, Дж. Гендерсон, Р. Хантер, Нил, Р. Вернон и Б.Уоллес. *Японские концерны.* М., 1950, 272 стр.

Этим концернам были запрещены любые операции с ценными бумагами и реальными активами. Но Штаб оккупационных войск и японское министерство финансов не могли ни контролировать сотни тысяч сделок с имуществом и ценными бумагами, ни вообще наблюдать за действиями 1200 фирм. В обход запрета началась энергичная перепродажа акций и имущества вновь создаваемым компаниям.

В конечном счете, программа была частично свернута из-за поворота в оккупационной политике США в Японии<sup>51</sup>. Комиссия по ликвидации холдинговых компаний под контролем Штаба оккупационных войск арестовала и изъяла акции крупнейших концернов Мицуи, Мицубиси, Сумитомо, Ясуда и Накадзима и еще 42 холдинговых групп небольшого размера. В общей сложности к распродаже были предъявлены акции, составлявшие 42% капитализации японских компаний к началу 1946 г.

По поводу банковского сектора возник острый конфликт между двумя подразделениями Штаба Макартура – антитрестовским и финансовым. Антитрестовский отдел предложил разукрупнить банки по американскому образцу *unit banking* (местные банки без широкой филиальной сети). Финансовый же отдел отстаивал крупные банки как единственную здоровую основу будущих финансовых рынков. Ему удалось вывести банки из списка компаний, подлежащих распродаже, и это, безусловно, спасло экономику Японии от деградации.

Целью роспуска «*дзайбацу*» было создание демократического института открытой корпорации, подконтрольной не иерархической структуре, а широкому кругу акционеров и рынку ценных бумаг. Рынок и нераспределенные прибыли должны были стать источниками финансирования. Иначе говоря, предполагалось воспроизвести на японской почве тот американский тип корпорации с диффузной собственностью, который сложился после Великой депрессии. Институты, установленные в США при «Новом курсе», были имплантированы в Японии «на вырост» – с прицелом на будущее, как его представляли себе оккупационная власть и стоявшие за ней администрация Белого дома и конгресс США.

Во-первых, кредитный рынок был отделен от фондового по примеру американского закона Гласса-Стигала (Банковский закон от 1933 г.). Банкам было запрещено размещать, держать на счетах, покупать и продавать акции и корпоративные облигации. В США банки были разделены на коммерческие и инвестиционные с целью защиты вкладчиков от рисков, связанных с биржевой торговлей. В Японии возведение так называемой «кирпичной стены», разделившей банковское дело, страхование и операции с ценными бумагами, было связано с намерением оккупационных властей создать в этой стране такой же, как в США, рынок облигаций для долгосрочного финансирования. Но это не было сделано: имплантация прекратилась из-за поворота в оккупационной политике США в Японии<sup>52</sup>.

Во-вторых, держательские компании (финансовые холдинги) были ликвидированы и затем запрещены Антимонопольным законом 1947 г. (статья 9) на том основании, что холдинговые группы якобы блокировали конкуренцию – контролировали банки и оптовую торговлю и не давали доступ на рынки независимым компаниям. Закон (ст.11, п. 2) ограничил покупку акций банками и другими финансовыми учреждениями предельной величиной в 5% числа акций, выпущенных любой нефинансовой компанией (страховым компаниям разрешено держать 10%). Перекрестное владение акциями компаний в первоначальном варианте закона было в принципе запрещено. Это должно было помешать возникновению корпоративных групп как таковых.

---

<sup>51</sup> Главной причиной свертывания этой программы был поворот в оккупационной политике США в Японии. Подробнее см.: *Леонтьева Е. Л.* «Период реформ в послевоенной Японии как опыт переходной экономики» в: «Переходная экономика. Аспекты, российские проблемы, мировой опыт». М., «Экономика», 2005.

<sup>52</sup> Об этом пишет *Ueda Kazuo*. *The Financial System and Its Regulations*, in: *Okazaki Tetsuji and Masahiro Okuno-Fijiwara (eds)*. *The Japanese Economic System and its Historical Origins*, p. 35.

Колоссальная операция перераспределения прав собственности шла вне рынка ценных бумаг, так как оккупационные власти закрыли биржи в сентябре 1945 г. и вновь открыли их только в мае 1949 г. при резком сжатии спроса в результате бюджетной реформы Доджа («шоковой терапии»). Это предопределило обрушение рынка. Свою роль в падении фондового рынка сыграло «развязывание» перекрестного владения акциями. Внутри концернов в собственности дочерних компаний находилось 64% акций головной компании «Мицуй гомэй», 59% акций «Мицубиси гози кайся», около 100% акций «Сумитомо хонся» и «Ясуда ходзэнся». За эти акции было заплачено государственными облигациями, ценность которых съела инфляция 1947-49 гг. У дочерних компаний остались сильно разводненные<sup>53</sup> акции и сильно разрушенные войной физические активы – здания и оборудование. Чтобы их восстановить, компании выпускали новые акции, окончательно переполнившие рынок.

В корпоративном секторе произошла подлинная революция. После роспуска «дзайбацу» и земельной реформы в Японии исчезли богатые семьи, большие личные состояния. Казалось бы, была выполнена задача создания института корпорации американского типа. Возникла структура собственности с очень широкой дисперсией акций. В 1951 г. 57% акций оказалось на руках у граждан, 27,5% – попало в собственность банков, страховых и брокерских компаний, 13,8% – было во владении промышленных предприятий и 1,8% – в руках государства. Крупные корпорации утратили прямую связь со своими корнями в семейном бизнесе. Собственность полностью отделилась от контроля. Но совсем скоро структура собственности и контроля оказалась далекой от той диффузии собственности среди миллионов мелких вкладчиков, которая была воплощением идеала «народного капитализма» в глазах американцев-реформаторов. Без развитого рынка акций, который был обрушен в результате массовой распродажи акций, эта попытка не удалась.

---

<sup>53</sup> Разводнять акции – понижать ценность акций путем увеличения их числа без соответствующего увеличения ценности реальных активов компании.

### 1.8. Четвертый этап: становление «аномальной» корпоративной системы (1950-е – конец 1980-х годов)

Структура акционерной собственности сложилась в 1950-х годах (подробнее об этом см. в части 2 настоящей работы) и обрела устойчивость в годы высоких темпов роста в результате перераспределения собственности от физических лиц к банкам, страховым компаниям и нефинансовым корпорациям (см. таблицу 3).

**Таблица 3. Распределение акций по группам владельцев после роспуска *дзайбацу* (по числу акций, % к итогу)\***

Группа владельцев/годы	1951	1956	1961	1966	1971	1976
<b>Государство*</b>	<b>1,76</b>	<b>0,27</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>	<b>0,26</b>	<b>0,23</b>
<b>Юридические лица, в т.ч.</b>	<b>41,26</b>	<b>49,88</b>	<b>53,19</b>	<b>56,62</b>	<b>63,17</b>	<b>67,38</b>
<i>Финансовые учреждения</i>	18,24	25,26	31,19	31,53	35,39	37,69
банки	--	--	--	16,35	17,00	18,67
страховые компании	--	--	--	13,27	16,39	17,21
прочие	--	--	--	1,91	2,00	1,81
<i>Брокерские дома</i>	9,22	7,10	2,65	5,70	1,48	1,40
<i>Нефинансовые компании</i>	13,80	17,22	19,35	19,39	26,30	28,29
<b>Физические лица, в т.ч.</b>	<b>56,97</b>	<b>49,85</b>	<b>46,63</b>	<b>43,16</b>	<b>36,57</b>	<b>32,39</b>
Иностранцы	--	0,18	0,33	0,19	0,20	0,10
Менеджеры	3,29	--	--	2,01	2,08	1,70
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

\**Мито Хироси*. Нихон дайкигё-но сёю кодзо (Структура собственности крупных корпораций Японии). Токио, 1982, с. 31.

\*\* Центральное правительство и администрации префектур.

Комментируя эту таблицу, ее составитель Хироси Мито подсчитал, что в середине 1970-х годов более чем две трети акционерного капитала принадлежало всего двум сотням финансовых институтов: 157 банкам и 43 страховым компаниям. Но принадлежавшие им пакеты были совсем небольшими. Конкретные примеры дают представление об их размерах.

В таблице 4 показан верхний слой акционеров – самых крупных инвесторов корпорации «Ниппон дэнки», одной из старейших в стране (основана в 1899 г.), и компании «Мицубиси дзидося», созданной в 1970 г. в качестве дочерней фирмы корпорации «Мицубиси дзюкогё» и вошедшей в листинг Токийской биржи в 1988 г. У первой самый крупный акционер, страховая компания, имеет чуть больше 5%, остальные – еще меньше. У второй сохранился крупный пакет в собственности бывшей материнской корпорации. Большинство инвесторов – финансовые компании и банки. Но можно заметить и других: это торговые агенты, конкуренты, поставщики и потребители; среди них оказался владелец офисного здания в токийском районе Тамати и даже инсайдеры (коллективы наемных работников). Остальные акции (57,6% у «Ниппон дэнки» и 37,2% у «Мицубиси дзидося») распланы среди тысяч инвесторов<sup>54</sup>.

<sup>54</sup> Для включения акций в листинг первой секции Токийской биржи требуется, чтобы при минимальной эмиссии в 30 тыс. акций у компании было не менее 2200 акционеров. [www.tse.org.jp](http://www.tse.org.jp)



**Таблица 4. Структура собственности крупнейших корпораций (доля участия в капитале на март 1996 г.)\***

Компания	%	Компания	%
«Ниппон дэнки» - NEC (электроника, компьютеры)		«Мицубиси дзидося» - Mitsubishi Motors (автомобили)	
<b>Первая десятка инвесторов</b>			
1. «Сумитомо сэймэй хокэн» (страхование жизни)	5,19	1. «Мицубиси дзюкогё» (тяжелое машиностроение)	23,88
2. Банк «Сумитомо»	4,97	2. «Мицубиси сёдзи» (оптовая торговля)	8,40
3. Траст-банк «Сумитомо синтаку»	4,19	3. Траст-банк «Мицубиси синтаку»	4,85
4. «Нихон сэймэй хокэн» (страхование жизни)	3,62	4. Банк «Токио-Мицубиси»	4,62
5. «Дайити сэймэй хокэн» (страхование жизни)	3,27	5. Траст-банк «Сумитомо синтаку»	3,22
6. «Сумитомо кайдзё касай» (страхование имущества)	2,59	6. «Мэйдзи сэймэй хокэн» (страхование жизни)	2,90
7. «Сумитомо сёдзи» (оптовая торговля)	2,14	7. Коллектив работников «Мицубиси дзидося»	1,91
8. «Сумитомо дэнки когё» (электромашиностроение)	2,07	8. «Токио кайдзе касай» (страхование имущества)	1,85
9. Коллектив работников «Ниппон дэнки»	1,66	9. Траст-банк «Тоё синтак»у	1,68
10. Траст-банк «Мицубиси синтаку»	1,68	10 «Тайё сэймэй хокэн» (страхование жизни)	1,03
<b>Итого</b>	<b>31,38</b>	<b>Итого</b>	<b>54,34</b>
<b>Вторая десятка инвесторов</b>			
11. Траст-банк «Тоё синтаку»	1,47	11. «Мицубиси матэриару» (цветные металлы)	0,97
12. Траст-банк «Тюо синтаку»	1,42	12. «Гамати-биру» (владелец офисного здания)	0,97
13. Банк «Нихон когё»	1,40	13. «Chase», London (банк)	0,89
14. Траст-банк «Мицуи синтаку»	1,09	14. «Ясуда кинтэцу синситан» (металлургия)	0,87
15. NTT (телефон, телеграф)	1,06	15. «Нихон сэймэй хокэн» (страхование жизни)	0,86
16. UBS, Singapore (управление активами)	1,03	16. «Мицубиси дэнки» (электромашиностроение)	0,82
17. «Сумитомо киндзоку кодзан» (добыча руд металлов)	0,99	17. Банк «Нихон когё»	0,76
18. Траст-банк «Мицубиси синтаку»	0,91	18. «Норин тюкин» (Центральный банк сельскохозяйственных кооперативов)	0,76
19. Траст-банк «Ясуда синтаку»	0,82	19. «Мицубиси дзисё» (недвижимость)	0,76
20. «Chase», London (банк)	0,82	20. «Асахи гарасу» (производство стекла)	0,76

<b>Итого</b>	<b>9,92</b>	<b>Итого</b>	<b>8,42</b>
<b>Всего</b>	<b>42,39</b>	<b>Всего</b>	<b>62,76</b>

\*«Кигё кэйрэцу соран, 1997» (Справочник по групповым связям предприятий), Токио, 1996, стр. 356, 404. Более свежими данными автор, к сожалению, не располагает. – *Е. Л.*

Эти структуры типичны для японской корпоративной системы, которая до сих пор не имела аналогов в развитых экономиках. В Японии не только контрольные, но и просто крупные пакеты – редкость. Чтобы организовать коалицию акционеров с суммарным пакетом более 50% акций компании типа «Ниппон дэнки», нужно набрать группу из более 20 участников. Только если дочерняя компания стала публичной, крупный пакет ее акций может еще сохраниться у материнской фирмы. «Сетка» перекрестного владения акциями разрасталась постепенно. Дело в том, что Коммерческий кодекс Японии (ст. 280, п. 5) дает компаниям-эмитентам право сначала предлагать новые выпуски своим акционерам, и только не купленные ими акции могут поступать в открытую продажу. Вплоть до 1975 г. более 70% выпуска продавалось прежним акционерам по номиналу, затем они стали продаваться по «промежуточной» цене (средней между номиналом и рыночной стоимостью)<sup>55</sup>. Эти акции записывались в активы банков в ценах приобретения и так фигурировали при проверках со стороны Министерства финансов.

«Сетки» образуют не просто институциональные инвесторы<sup>56</sup>, оперирующие крупными пакетами акций, но стабильные акционеры (*антэй кабуноси*). Это специфически японский термин. «Стабильный акционер» а) покупает и держит на балансе акции компании не ради их доходности, а ради закрепления и поддержания долгосрочных отношений с деловым партнером; б) соглашается не продавать эти акции третьим сторонам, особенно желающим набрать стратегически значимый пакет или рейдерам; в) соглашается в случаях необходимости продать акции предварительно посоветоваться с компанией или хотя бы уведомить ее<sup>57</sup>. «Стабильный акционер» ограничивает свои права собственника, вступая с компанией-эмитентом в неформальный и негласный контракт. Дисконт при покупке акций, о котором говорилось выше – это некоторая компенсация данного ограничения.

Выделить «стабильных акционеров» из участников «сетки» перекрестного владения довольно трудно. Мы можем привести оценку, которую сделал исследовательский институт NLIRI при страховой компании «Ниппон сэймэй хокэн». По рыночной стоимости акций к ним относились 23% акционеров в 1950 г., 36,8% в 1955 г. и около 46% в 1987-1988 гг.<sup>58</sup> «Стабильных акционеров» отличает то, что между ними и компаниями-эмитентами обычно ведутся постоянные транзакции (кредитные, торговые и пр.), и они хорошо информированы друг о друге.

В американской практике фигуре «стабильного акционера» отчасти соответствует *white knight* – «белый рыцарь», покупающий не контрольный, а меньший пакет акций, что позволяет защитить компанию от враждебного поглощения. Имея таких владельцев, менеджеры компаний-эмитентов могут не опасаться рейдерских атак.

Эта корпоративная система без преувеличения может быть признана аномальной. В ней совершенно отсутствуют регулирующие механизмы отношений собственности. «Сетка» перекрестного владения акциями малоподвижна и препятствует развитию рынка акций как

<sup>55</sup> *Japan Securities Research Institute. Securities Market in Japan 1990. Tokyo, 1990, pp. 31-32.*

<sup>56</sup> В состав институциональных инвесторов обычно включаются коммерческие и инвестиционные банки, страховые компании, пенсионные и взаимные фонды, венчурные фонды и хедж-фонды.

<sup>57</sup> *Sheard, Paul. Interlocking Shareholdings and Corporate Governance in Japan. In: Aoki Masahiko and Ronald Dore (eds.). The Japanese Firm. Sources of Competitive Strength. Clarendon Press, Oxford, 1994, pp. 317-318.*

<sup>58</sup> *Miyajima Hideaki and Fumiaki Kuroki. The Unwinding of Cross-Shareholding: Causes, Effects, and Implications. - RIETI Discussion Paper 05-E-006, 2006, p. 5.*

механизма корпоративного контроля. Она не исключает, но затрудняет использование даже такого приема, как образование коалиции владельцев небольших пакетов акций.

Коммерческий кодекс Японии, как и англосаксонское право, признает высшей властью в компании общее годовое собрание акционеров. На общем собрании утверждается отчетность (балансы компаний, счета прибылей и убытков), принимаются решения о крупных сделках, определяется выплата дивидендов. Но фактически эти решения определяют менеджеры. В 1951 г. из Коммерческого кодекса было исключено требование, чтобы директора держали акции своих компаний. С тех пор советы директоров традиционно формируются из продвинувшихся по службе высших менеджеров самих компаний. По подсчету Хироси Мито, в двух первых сотнях крупных компаний они составляли 69,1% директората в 1966 г. и 67,4% – в 1976 г. Следующая группа – представители главных акционеров (17,5% и 18,5%), на третьем месте были представители компаний-партнеров, адвокаты, политики (6% и 8%), на четвертом – представители правительственных учреждений и администраций префектур<sup>59</sup>.

С начала 1950-х годов инсайдерский состав советов директоров превратил общие собрания акционеров в декоративную формальность. Большинство компаний вплоть до реформ корпоративной системы в 2006 г. (см. ниже – *Е. Л.*) назначало проведение годовых собраний на один и тот же день и час<sup>60</sup>. Менеджеры не выносили на собрания обсуждение спорных вопросов, конфликтов, и о корпоративных скандалах, которые так часты в сегодняшней Японии, ничего не было слышно.

Единственным внешним контрольным механизмом в этой корпоративной системе оказался институт так называемых «головных банков».

Послевоенная структура финансовых рынков в Японии сложилась уже после того, как фондовый рынок был подорван, а бюджетная реформа 1949 г. прекратила высокую инфляцию. В начальный период после восстановления экономики потребность корпоративного сектора в инвестиционных ресурсах была очень велика. В ответ на дефицит инвестиционных ресурсов в 1952 г. были созданы три банка долгосрочного кредита «Ниппон когё гинко», «Ниппон тёки синъё гинко» и «Ниппо синъё гинко». Их ресурсной базой был выпуск облигаций. Остальные, «обычные» коммерческие банки, формировали свои ресурсы из депозитов. До середины 80-х годов ресурсная база банков примерно пополам состояла из сбережений населения и средств на счетах юридических лиц (компаний и банков). Норма сбережений в секторе домашних хозяйств была очень высокой (15-18% личного располагаемого дохода), причем сбережения более чем на четверть состояли из вкладов в банки.

Сектор нефинансовых корпораций был нетто-должником, его сбережения не покрывали потребность в инвестициях. Поэтому в первые послевоенные десятилетия банки использовали личные сбережения граждан для финансирования бурного индустриального развития Японии. Для крупных проектов со сроками окупаемости от 5 до 7 лет создавались синдикаты банков, и синдицированные займы могли продлеваться до 10-12 лет. Формально краткосрочные кредиты сроком на 3-8 месяцев могли возобновляться сколь угодно часто и превращались в долгосрочные. Граница между оборотным и инвестиционным кредитом, таким образом, оказывалась размытой.

В период высоких темпов роста (1955-1973 гг.) устойчиво возраставший спрос на товарных рынках позволял быстро окупать крупномасштабные инвестиции. Финансироваться на кредитном рынке можно только при условии, если компания получает достаточную прибыль на капитал, чтобы оплатить кредит. В быстро растущих компаниях стабильный приток наличных денег компенсировал кредитный риск, а также риск,

---

<sup>59</sup> *Мито Хироси*. Нихон дайкигё-но сёю кодзо (Структура собственности крупных корпораций Японии). Токио, 1982, стр. 125-126.

<sup>60</sup> Эта практика возникла как мера против рэкетиров «сокайя», вымогавших у компаний деньги на собраниях акционеров.

связанный с колебаниями процентных ставок. Банковский кредит был удобен для этого типа хозяйственного поведения благодаря «эффекту рычага»: чем выше уровень задолженности компании, тем выше у нее норма прибыли на собственный капитал.

Соответственно, финансовая структура японских корпораций отличалась узкой акционерной базой. Собственный капитал компаний составлял меньше четверти финансовых ресурсов, которыми они оперировали (см. таблицу 5). Краткосрочная задолженность банкам была выше долгосрочной, хотя, как упоминалось выше, их граница была размыта.

**Таблица 5. Структура балансов крупных корпораций (1960-1980), %\***

Статья/годы	1960 г.	1970 г.	1980 г.
<i>Активы</i>			
<b>Оборотный капитал,</b> в т.ч.	<b>47,7</b>	<b>56,7</b>	<b>58,0</b>
ликвидные активы**	(26,6)	(39,3)	(36,4)
складские запасы	(15,0)	(13,2)	(16,6)
<b>Основной капитал</b>	<b>51,9</b>	<b>43,0</b>	<b>42,0</b>
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Обязательства и капитал</i>			
<b>Краткосрочные обязательства,</b> в т.ч.	<b>45,2</b>	<b>51,6</b>	<b>53,2</b>
счета кредиторов к оплате	15,5	23,7	21,4
краткосрочный кредит	16,5	15,9	16,6
<b>Долгосрочные обязательства,</b> в т.ч.	<b>25,8</b>	<b>29,4</b>	<b>29,9</b>
долгосрочный банковский кредит			
облигации	16,4	19,4	17,6
	6,9	5,2	7,0
<b>Собственный капитал,***</b> в т.ч.	<b>28,9</b>	<b>19,0</b>	<b>16,9</b>
акционерный	14,1	9,8	5,8
<b>Итого</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<i>Число компаний</i>	<i>512</i>	<i>478</i>	<i>518</i>

\* Кассовая наличность, вклады в банках и дебиторская задолженность.

\*\* Акционерный капитал плюс накопленная нераспределенная прибыль.

\*\*\* *Ballon, Robert J. and Iwao Tomita. The Financial Behavior of Japanese Corporations. Tokyo, 1988, p. 89.* Расчет авторов сделан по статистике Банка Японии, охватывающей компании с капиталом более 1 млрд. иен, котирующие акции на бирже.

«Городские» банки, траст-банки и три банка долгосрочного кредита имели постоянную клиентуру в среде крупнейших корпораций, котирующих свои акции на биржах. Каждый такой банк был «головным» для определенного круга фирм. «Назначенные» в 1940-х годах, они стали «головными» в 1950-х и выполняли функцию внешнего мониторинга своих постоянных клиентов, с которыми были связаны перекрестным владением акциями.

Понятие «головного банка» промышленной компании неформально и не имеет четкого количественного критерия. В среднем «головные» банки предоставляли компаниям от 15% до 25% долгосрочных кредитов. В 1960-1970-х годах некоторые компании были постоянными заемщиками двух и более банков, каждый из которых выполнял функцию «головного».

Институт «головных банков» работал при условии, что менеджеры корпораций были свободны от контроля собственников. Банкам приходилось направлять или исправлять управленческие решения. Как правило, представитель «головного банка» входил в совет директоров своего постоянного клиента и имел достаточный доступ к внутренней документации фирмы, вел основные расчетные счета такого клиента и получал ежедневную информацию о его текущей деятельности. «Головной банк», беря клиента на постоянное обслуживание, проводил глубокую финансовую ревизию его деятельности и становился главным «диагностом» компании и неформальным гарантом ее кредитоспособности для других банков. Банк был заинтересован не в максимизации прибыли и курса акций компании (это забота акционеров), а в стабильности ее дохода и отсутствии угрозы банкротства. Известны случаи, когда «головные банки» группы «спасали» своих клиентов, шли на смягчение условий кредита и проводили санацию компаний-заемщиков, не доводя дело до банкротства, распродажи имущества и ликвидации. Менеджеры банков становились неформальными кризисными управляющими. В то же время «головные банки» помогали сохранять наплыв неэффективных заемщиков и мешали их рыночной санации.

В японской инсайдерской фирме внешние директора были немногочисленны, а функции управления и оперативного контроля практически не были разделены. Оплата труда менеджеров была значительно ниже, чем в странах Запада, и меньше связана с прибылями и курсами акций, а главным стимулом был карьерный рост внутри организации. Эта практика бессрочного контракта вместе с внутрифирменной ротацией менеджеров блокировала развитие рынка управляющих в качестве механизма корпоративного контроля.

Очевидно, широкая, включающая данные неформальные институты трактовка понятия «*stakeholders*» как совокупности физических и юридических лиц, заинтересованных в финансовых результатах деятельности компании, вполне справедлива, поскольку она исходит из реальных условий этой «аномальной» корпоративной системы.

Кто настоящие хозяева японских корпораций, если законные собственники не контролируют решения менеджеров? Этим вопросом задавались многие исследователи за пределами Японии. Например, вот как упоминавшиеся выше Дж. Эбеглен и Дж. Сток в популярной в конце 1980-х годов книге «*Kaisha. The Japanese Corporation*», смотрели на это явление со стороны.

Акционеры, рискнувшие вложить свои деньги в акции, пишут они, получают дивиденды в виде процента от их номинальной, а не рыночной стоимости. Большая часть прибыли не выплачивается акционерам, а реинвестируется. В противоположность западным компаниям, здесь нет связи между выплаченными дивидендами и курсами акций, т. е. капитализацией компаний.

Голоса акционеров ничего не значат, продолжают Эбеглен и Сток. Советы директоров состоят почти целиком из топ-менеджеров, поднявшихся на вершину карьерной лестницы. Но они не инвесторы, так как Коммерческий кодекс (ст. 210 и 211) до 2001 г. запрещал акционерным компаниям покупать и держать на балансе свои собственные акции, а, следовательно, не было и системы опционов на акции для менеджеров.

Описав ситуацию, Эбеглен и Сток не находят однозначного ответа на вопрос, кому принадлежит корпорация. Но они делают из своего изложения определенный вывод. Западная компания – это «машина, которая оптимизирует или, в худшем случае, максимизирует прибыль» для акционеров, и в результате «компания становится внешней организацией по отношению к интересам своих членов... Менеджмент *kaisha* свободен от тирании аудиторов и того тяжелого давления, под которым находятся американские

организации, вынужденные заботиться о росте доходности акций». Такой характер отношений с акционерами позволяет японским компаниям строить долгосрочные стратегии и дает им реальные конкурентные преимущества, заключают они<sup>61</sup>.

В истории национальных экономических моделей высокие темпы роста страны «освящают» в глазах внешних наблюдателей атрибуты этих моделей. Это правило относится и к институту японской корпорации. Пока Япония превосходила другие развитые страны по темпам роста, считалось, что отсутствие внешнего контроля и сниженные обязательства перед собственниками – это плюс, так как менеджеры могут сосредоточиваться на стратегических задачах своих фирм, руководствуясь только конкуренцией на товарных рынках. Книга «Kaisha. The Japanese Corporation» разбирает конкретные истории успеха, она написана в жанре апологии инсайдерской фирмы.

Эбегглен и Сток не говорят прямо, что команды высших управляющих – это квазихозяева японских корпораций. Японские социологи, специально исследовавшие роли и мотивацию «белых воротничков» от рядовых служащих до высшего руководства, принимают это как данность.

В заключительной главе книги, озаглавленной «Кто управляет японским бизнесом?», ее составитель и титульный редактор Т. Татибанаки пишет: «Единственный общий вывод в ответ на вопрос, поставленный в заглавии книги, состоит в том, что японскими фирмами управляют их служащие, и победители в острой конкуренции за продвижение внутри фирмы (топ-менеджеры, члены советов директоров)... управляют бизнесом в интересах своих служащих»<sup>62</sup>.

Экономисты, рассматривающие национальную модель корпорации изнутри, уверены в полной самобытности японской корпоративной структуры. Робер Баллон и Ивао Томита, составившие в конце 1980-х гг. подробное описание финансовой структуры и поведения японских компаний для западных читателей, противопоставляют максимизацию благосостояния собственников другой цели – «выживанию в конкуренции»<sup>63</sup>. Японская компания – не пучок контрактов (купли-продажи, кредита, найма и пр.), которые могут быть расторгнуты. Это организация «органического типа, которая, как любой живой организм, прежде всего, заинтересована в собственном выживании». Ее сердцевина, менеджеры и постоянный персонал, называют себя членами корпорации, но «не считают, что работают *на* фирму; они и *есть* фирма» (курсив автора – *Е. Л.*)<sup>64</sup>.

Несомненно, представление о самобытности связано тем, что для топ-менеджеров уход корпорации с рынка означает полный крах карьеры. По данным опросов публичных компаний за 1990-2001 гг., ежегодно сменялось в среднем менее 5% генеральных директоров (то есть они занимали этот пост больше 20 лет)<sup>65</sup>. Несомненно, при слабости внешнего контроля сильнее работают внутренние стимулы – внутрифирменная подготовка и ротация управленческого персонала, внутренний рынок капитала. Неудивительно, что в самобытности уверены и экономисты, принимающие широкую трактовку корпоративного управления в рамках теории фирмы именно как «пучка контрактов» с наемными работниками, потребителями, поставщиками, кредиторами и пр. По мнению Ёсиро Мивы,

---

<sup>61</sup> Abegglen, James C. and George Stalk, Jr. Kaisha. The Japanese Corporation, pp. 184, 190.

<sup>62</sup> Tachibanaki Toshiaki, ed. Who Runs Japanese Business? Management and Motivation in the Firm. Edward Elgar, Cheltenham, U. K., 1998, p. 249.

<sup>63</sup> Robert. J. Ballon – почетный профессор университета Дзэти в Токио, бельгиец, живущий в Японии с 1948 г. Ballon, Robert. J. and Keikichi Honda. Stakeholding: The Japanese Bottom Line. The Japan Times, Tokyo, 2000, pp. 18, 24.

<sup>64</sup> Ballon, Robert. J. and Keikichi Honda. Stakeholding: The Japanese Bottom Line. The Japan Times, Tokyo, 2000, pp. 18, 24.

<sup>65</sup> Abe Naohito. Managerial Incentive Mechanisms and Turnover of Company Presidents and Directors in Japan. Hi-Stat Discussion Paper Series, 2004, No.13, p.4.

хозяевами японских корпораций являются контролирующие группы, которые определяют условия контрактов для всех. «Базовый фактор, который определяет контролирующую группу в организации, - пишет он, - это не собственность на капитал (пакеты акций), не способы финансирования (кредиты, облигации и т. д.) и не представительные директора. Но это человеческий капитал, специфичный для каждой организации и воплощенный в ее коллективе»<sup>66</sup>.

Приведенные выше представления о японской национальной модели корпорации исходят из реальности. Но существует и представление, исходящее из неординарных допущений. Оно приведено российскими авторами работы об американской модели в специальной главке в качестве примера того, как разнообразны типы корпорации в мире современного бизнеса<sup>67</sup>. «Вся деловая жизнь Японии пронизана идеями служения императору и государству», - пишут Г. Кочетков и В. Супян.

Правда, по Конституции 1947 г. (гл. 1, ст. 1 и 4), император является только символом государства и не имеет прав управления. Служение императору, поклонение ему как божеству закончилось вместе с поражением Японии в Тихоокеанской войне.

«Государственная система поддержки бизнеса отдавала предпочтение проектам, предлагаемым самураями, которые были безраздельно преданы этому служению, а не проектам выходцев из других слоев, так как последние могли иметь свои корыстные цели, что противоречит господствующей идеологии». Между тем известно, что еще в 1873 г. император Мэйдзи (1852-1912 гг.) лишил привилегий военное сословие восставших против него самураев при создании регулярной армии, а Конституция 1947 г. (гл. 3, ст. 14) отменила все сословные привилегии и титулы потомственной знати.

Далее Г. Кочетков и В. Супян пишут, что «первые крупные банки и корпорации этой страны были государственными. Затем государство продало эти фирмы частному сектору, и был установлен принцип, согласно которому стратегически важные для страны виды бизнеса должны создаваться и поддерживаться на начальных этапах своего развития государством». Действительно, фирмы были проданы в 1880-1896 гг. в рамках «реформы Мацукаты»<sup>68</sup>, но такого принципа никто не устанавливал. Однако наши авторы полагают, что он существует и сегодня, и «японское государство, как правило, сначала создает, а затем приватизирует успешно работающие новые корпорации, что прямо противоположно тому, что делается в США или в Германии». Разве в США и Германии государство отбирает в свою пользу успешно работающие частные корпорации?

«Промышленность в Японии имеет более высокий статус, чем торговля, поскольку промышленное производство направлено на укрепление науки, в то же время торговля, как считается, решает лишь проблему личного обогащения». Это написано об одной из ведущих торговых держав современно мира. «Большинство лидеров японской промышленности – выходцы из самураев», - заключают авторы и тем самым утверждают их благородное дворянское происхождение.

Возможно, сон разума рождает такие химеры. Но может быть, Г. Кочетков и В. Супян просто предлагают своим читателям (тираж книги – 4 тыс. экз.) поверить, что в пустыне современной глобальной экономики есть чудом сохранившийся оазис бескорыстных государственников, выходцев из военного сословия, преданных своему сюзеру.

Практика «пожизненного найма», «стабильные акционеры», «головные банки» – еще в конце XX века все это трактовалось как различные проявления характерных для Японии

---

<sup>66</sup> Представительный директор – лицо, имеющее право представлять компанию в других компаниях, организациях, государственных органах и т. п. и принимать обязательства, касающиеся третьих лиц, без предварительного разрешения совета директоров. *Miwa Yoshiro. Firms and Industrial Organization in Japan.* Macmillan Press, Basingstock and London, 1996, p. 196.

<sup>67</sup> Кочетков Г.Б. и Супян В.Б. Корпорация: американская модель. СПб, 2005, с. 18-21.

<sup>68</sup> *Morck, Randall and Masao Nakamura. Business Groups and the Big Push: Meiji Japan's Mass Privatization and Subsequent Growth.* NBER Working Paper No. 13171, 2007.

«долгосрочных деловых отношений». Они рассматривались на Западе либо как признаки «незрелости», остатки традиционного уклада (*pre-modern*), тем не менее, обеспечившими стране ее успехи, либо как пример эффективной организации, пригодной для копирования. Но когда эти успехи ушли в прошлое, и экономика Японии вошла в полосу стагнации, дискуссии о национальных вариантах (моделях) капитализма сменились разговорами об их конвергенции.



## 1.9. Пятый этап: кризис «аномальной» корпоративной системы и её трансформация

Кризис и реорганизация банковской системы на рубеже XX и XXI веков<sup>69</sup> положили начало распаду и трансформации этой корпоративной системы.

Глобализация требует, чтобы условия хозяйственной деятельности становились более открытыми и однородными. Корпорации такой крупной и развитой страны, как Япония, начали движение к глобальным рынкам с переноса части производственных процессов за границу. В конце XX века был замечен существенный перекося в сторону экспорта капитала - свойства «национальной модели» мешали притоку капитала и управленческого опыта извне, через трансграничные слияния и поглощения.

Признаки ухода от «национальной модели» были заметны уже в середине 1980-х годов. С переходом к умеренным темпам роста крупные корпорации уменьшили зависимость от банковского кредита. Соотношение внутренних и внешних источников финансирования публичных корпораций начало меняться в пользу внутренних резервов (нераспределенной прибыли), а долгосрочный кредит стал уступать место финансированию на фондовом рынке. Этот сдвиг уже замечен в балансах (см. таблицу 6).

Таблица 6. Структура балансов крупных корпораций (1985-1995), % \*

Статья	1985 г.	1994 г.	1995 г.
<i>Активы</i>			
Оборотный капитал, в т.ч.	54,8	46,6	45,4
ликвидные активы*	32,3	35,1	34,2
складские запасы	14,0	12,4	11,1
Основной капитал	45,2	53,4	54,6
Итого	100,0	100,0	100,0
<i>Обязательства и капитал</i>			
Краткосрочные обязательства, в т.ч.	49,5	39,3	39,4
кредиторская задолженность	18,3	7,5	9,7
краткосрочный кредит	17,3	14,2	13,2
Долгосрочные обязательства, в т.ч.	27,8	32,2	32,3
долгосрочный банковский кредит	14,4	14,1	13,4
облигации	8,5	12,6	12,4
Собственный капитал***, в т.ч.	22,8	28,5	28,4
акционерный	6,0	7,1	7,1
Итого	100,0	100,0	100,0
Число компаний	620	644	647

\* Составлено по: Ballon, Robert J. and Iwao Tomita. The Financial Behavior of Japanese Corporations. Токуо, 1988, р. 89; Нихон токэй нэнкан 1998, Токио, 1999, с. 200 (подсчет мой – Е. Л.).

\*\* Кассовая наличность, вклады в банках и дебиторская задолженность.

\*\*\* Акционерный капитал плюс накопленная нераспределенная прибыль.

Когда напряженность на кредитном рынке спала, банки стали конкурировать в поисках заемщиков. «Городские» банки стали работать не с промышленными гигантами, а с компаниями средней величины, сетевыми торговыми фирмами, риелторами и пр.

<sup>69</sup> Леонтьева Е.Л.. Дефляционный кризис в Японии. Экономический журнал Высшей школы экономики. 2006 г. т. 10, №3.

сегментация кредитного рынка по клиентуре потеряла жесткость. Корпорации, входящие в листинги бирж, перестали быть главными заемщиками крупных коммерческих банков и банков долгосрочного кредитования. Банковский сектор стал слишком велик для потребностей современной Японии. Его кризис начался тогда, когда прежняя «депозитно-кредитная» модель бизнеса стала давать серьезные сбои, так как она не позволяла адаптироваться к экономике с избытком сбережений.

События конца 1980-х и 1990-х годов радикально изменили ситуацию в банковском секторе. Реформа финансовой системы, получившая название «большого взрыва», представляла собой пакетный пересмотр законов о банках, сделках с ценными бумагами и биржах и о страховом деле. Она устранила барьеры доступа на финансовые рынки. Банки, брокерские и страховые компании получили право заниматься всеми видами финансовых операций. Сильно изменился состав банковского сектора. В 1999-2003 гг. были ликвидированы 12 коммерческих банков. Несколько крупных банков, в том числе два банка долгосрочного кредита, были поставлены под временное государственное управление, реорганизованы и проданы новым владельцам. На месте девяти «городских» коммерческих банков в 1990 г. («Токио-Мицубиси», «Сакура», «Дайити-Кангё», «Санва», «Сумитомо», «Фудзи», «Асахи», «Дайва» и «Токай») и трех банков долгосрочного кредита, после слияний, поглощений и банкротств, в 2008 г. осталось четыре холдинговых финансовые группы (Мидзухо», «Токио-Мицубиси-UFJ», «Сумитомо-Сакура», и «Рисона»). Из 129 региональных банков осталось 109. Возникли совершенно новые розничные банки: созданный сетевыми супермаркетами «Y Bank» и электронные банки, работающие в сети Интернет («Japan Net Bank», «eBANK» и «Sony Bank»)<sup>70</sup>. Акционерные портфели входящих в холдинговые группы «мега-банков» уменьшились с 35 трлн. иен в 2000 г. до 15 трлн. иен в 2006 г.

Казалось бы, эти бурные события должны были негативно сказаться на крупных заемщиках. Но выборочные исследования показали, что это не так. Ликвидация крупного регионального банка «Хоккайдо такусёку» в 1999 г. практически не затронула его главных заемщиков, так как его активы и право на ведение операций были переведены в другой местный банк, и туда же ушли все крупные клиенты<sup>71</sup>. Банкротство двух банков долгосрочного кредита, поставленных в 1998 г. под временное государственное управление, разорило относительно мелких клиентов, но крупные корпорации только сократили свои инвестиционные программы<sup>72</sup>.

Опрос, проведенный Банком Японии в 2006 г., показал, что в выборке из 1228 корпораций в 1996 г. (когда началась распродажа акций из банковских портфелей) «головных банков» не имели 214 (17,4%), а в 2004 г. – 335 (27,2%)<sup>73</sup>. Без таковых обходятся гиганты, такие, как «Тоёта дзидося», «Сони», компании электроэнергетики и телекоммуникаций. Только четыре из опрошенных компаний сменили «головные банки», так как прежние обанкротились или вошли в состав других банков. Говоря о причинах сохранения отношений с «головными банками», газета «Нихон кэйдзай» называет потребность в синдицированных кредитах<sup>74</sup>. Причина, возможно, не только в этом. «Головные банки» предоставляли постоянным клиентам много других услуг: обслуживание выпуска корпоративных облигаций, ведение расчетов, информационное обслуживание и консультации по вопросам управления, помощь в критических ситуациях. Уже в 1990-х

<sup>70</sup> Данные Ассоциации японских банков. [www.zenginkyo.or.jp](http://www.zenginkyo.or.jp).

<sup>71</sup> *Hori Masahiro*. Does Bank Liquidation Affect Client Firm Performance? Evidence from a Main Bank Failure in Japan. ESRI Discussion Paper Series No.102, 2004.

<sup>72</sup> *Fukuda Shin-ichi, Satoshi Koibuchi*. «The Impacts of “Shock Therapy” on Large and Small Clients: Experiences from Two Large Bank Failures in Japan». CEI Working Paper Series, No. 2006-8.

<sup>73</sup> *McGuire, Patrick*. Bank Ties and Firm Performance in Japan: Some Evidence since FY2002. IMES Discussion Paper Series 2009-E-3, January 2009, p. 33.

<sup>74</sup> Нихон кэйдзай симбун, 03.09.2003.

годах кредитные связи ослабели, поскольку большие банки, оставаясь акционерами крупных корпораций, стали кредиторами преимущественно средних и мелких компаний. Оздоровлением компаний стали заниматься специально созданные «фонды реабилитации» при банках, но не сами банки.

Те фирмы, которые не нуждаются в инвестиционных кредитах, ценят отношения с «головными банками» как с поставщиками информации и помощниками в размещении акций и облигаций, выполняющими услуги инвестиционных банков. Поэтому крупные корпорации пока не отказываются от понятия «головной банк» – по крайней мере, на вербальном уровне. Но они вышли из-под банковской опеки. Институт «головных банков» перестал существовать в качестве внешнего контрольного механизма.

О начале формирования рынка управленческого труда говорить еще преждевременно. Однако общие изменения на рынке труда показывают вектор перемен.

Крупные корпорации давали гарантию занятости и вместо увольнений переводили работников в дочерние компании, не разрывая фактически пожизненные контракты, или отправляли на пенсию досрочно. Но с 1998 г. по 2006 г., за время стагнации и спада, численность работающих по постоянным контрактам (в штате компаний) сократилась примерно на 4 млн. 500 тыс. чел., или на 12%, а численность занятых неполный рабочий день или неполную неделю и работающих по временным контрактам (вне штата), напротив, увеличилась до 4 млн. 900 тыс. чел, или на 42%, и их удельный вес в составе рабочей силы увеличился с 24 до 32%<sup>75</sup>. Японский рынок труда поляризован, гарантия пожизненной занятости для работающих по постоянным контрактам уже не безусловна. На подъеме, начавшемся в 2003 г., компании стали охотно нанимать работников «в середине карьеры» – рынок труда обретает большую гибкость.

«Директорский корпус» Японии начал быстро обновляться. По данным опроса газеты «Никкэй», охватившего 5700 фирм (как публичных, так и самых крупных непубличных), в течение первых пяти месяцев 2007 г. в них сменились 642 президента. Средний возраст новых руководителей – 56 лет<sup>76</sup>.

Дерегулирование финансовых рынков в 1996-1998 гг. расширило конкуренцию на кредитном и фондовом рынках и дало инвесторам широкий выбор финансовых продуктов. Барьеры, разделявшие банковское дело, страхование и операции с ценными бумагами, были сняты, и запрет доступа на финансовые рынки нефинансовым компаниям был отменен. В последнее время сами банки сокращают объем кредитования экономики в пользу других операций. Финансовое посредничество банков снижается, в структуре их деятельности происходит качественный сдвиг в сторону услуг, приближающий ее к параметрам работы западных банков.

---

<sup>75</sup> The Nikkei Weekly. 26.02.2007.

<sup>76</sup> Нихон кэйдзай симбун, 04.06.2007.

Соотношение кредитного и фондового рынков в финансировании корпораций показывают данные таблицы 7.

**Таблица 7. Структура привлеченного капитала в корпоративном секторе, %\***

Статьи/годы	2001г.	2002 г.	2003г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Кредиты и займы	39,4	39,3	34,1	31,0	24,3	23,0
Ценные бумаги, в т. ч. (акции)	39,1 (31,6)	38,3 (30,3)	45,0 (37,9)	49,1 (42,0)	59,0 (53,3)	59,8 (54,4)
(облигации, закладные и пр. долговые бумаги)	(7,3)	(7,8)	(6,9)	(6,8)	(5,5)	(5,2)
(деривативы)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)
Прочие средства**	21,4	22,4	20,9	19,9	16,7	17,2
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Примечания: \* % к внешним обязательствам на конец каждого календарного года; \*\* коммерческие векселя и дебиторская задолженность.

Источник: рассчитано по данным национальных счетов за 2008 г. Closing stock of financial assets of non-financial incorporated enterprises, SNA 2008. [www.esri.go.jp](http://www.esri.go.jp).

Данные таблицы 7 указывают на то, что значение банковского кредита и торгового оборота в финансировании корпораций идет на убыль, и, начиная с 2003 г., на первое место среди источников финансирования вышел рынок ценных бумаг.

Правовые реформы, проведенные на рубеже XX и XXI вв., были направлены на восстановление инвестиционной деятельности компаний после длительной стагнации. Их результаты начинают изменять облик японской корпоративной системы.

В 1999 г. в Антимонопольный закон были внесены поправки, облегчившие слияния и поглощения компаний.

Пересмотр Коммерческого кодекса и законодательства о банкротстве (2000 г.) позволил корпорациям сравнительно легко избавляться от непрофильных активов. Расширились рынки активов, долгов и недвижимости, что было абсолютно необходимо для реструктурирования корпораций и избавления от бремени просроченных долгов.

Отмена запрещения акционерным компаниям держать собственные акции на своем балансе в 2001 - 2002 гг. облегчила слияния и поглощения компаний, когда часть акций выводится с рынка. Те же цели преследует пересмотр законодательства о ценных бумагах, в частности, облегчение процедур выпуска новых акций и дробления акций, введение новых видов конвертируемых облигаций и пр.

Фондовые биржи (Токийская и Осакая) перешли от формы закрытого партнерства к общепринятой в мире форме акционерного общества. Вокруг них формируется инфраструктура посредников (инвестиционные банки, консультанты, рейтинговые компании и пр.), необходимая и типичная для финансовых систем с преобладанием прямого финансирования.

Разделение менеджеров на исполнительных и контролирующих директоров вводится в добровольном порядке. Впервые это новшество было применено в 1997 г. корпорацией «Сони», но уже в 2002 г. его ввели более 33% публичных компаний<sup>77</sup>. Для крупных корпораций в 2006 г. введена, в качестве обязательной, система корпоративного управления

<sup>77</sup> Miyajima Hideaki. The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform in Japan. In Aoki: Masahiko, Gregory Jackson, Hideaki Miyajima, eds. Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity. Oxford University Press, New York, 2007.

американского образца, с непременными внешними директорами и внешними аудиторами. Корпорации, у которых больше половины директоров – «аутсайдеры», вправе выбрать структуру совета директоров американского типа с комиссиями по ревизии финансовой отчетности, по назначению менеджеров и по оплате их труда. Корпорации, у которых «инсайдеры» в большинстве, оставляют традиционную структуру.

Япония – первая страна в мире, где публичные компании имеют право выбирать между корпоративным управлением американского и местного, японского образца. В ближайшие годы будет видно, какая из моделей окажется более эффективной.

Новый закон о компаниях, вошедший в силу 1 мая 2006 г., позволяет ускорить и удешевить создание и упростить реорганизацию акционерных компаний. Выбор органов управления поставлен в зависимость от размеров капитала и организационно-правовой формы компаний (см. таблицу 8).

**Таблица 8. Виды акционерных компаний и органы их управления\***

Тип компании	Наличие акций для свободной продажи (transferable shares)	Органы управления	Число директоров	Срок директорских полномочий
Крупная ***	нет (закрытая форма)	совет директоров и внутренние аудиторы	один или более*	2 года
	есть (открытая форма)	совет директоров, внутренние и внешние аудиторы и комиссии	один или более*	2 года, возможно продление до 10 лет
Средняя или малая	нет (закрытая форма)	директор (совет директоров) и внутренние аудиторы	один или более*	2 года
	есть (открытая форма)	совет директоров и внутренние аудиторы	один или более*	2 года, возможно продление до 10 лет

\* JETRO Japan Economic Monthly, Aug 2005.

\*\* Для совета директоров - три и более.

\*\*\* С капиталом не менее 500 млн. иен или пассивами не менее 20 млрд. иен.

Главное новшество этого закона состоит в льготных условиях для учреждения небольших акционерных компаний. Их можно создавать с уставным капиталом в одну иену вместо 10 млн. иен, полагавшихся по Коммерческому кодексу (ст. 168, п. 4), не депонировать уставный капитал в банке (что было обязательным условием для регистрации) и выбирать одного директора вместо трех, полагавшихся при инкорпорации. Это сильно облегчило условия старта для венчурных предприятий.

К категории крупных относятся компании с оплаченным капиталом в 500 млн. иен и более либо с пассивами в 20 млрд. иен и более. К средним и малым – все остальные. К категории публичных – компании, имеющие в капитале акции, которые могут продаваться

без согласия акционеров компании. Никаких количественных ограничений и никакого обязательного листинга на организованных рынках закон не предусматривает.

Публичные компании обязаны иметь совет директоров и аудиторов, обязанности которых установлены законом о финансовой ревизии. Крупные публичные компании обязаны обращаться за проверкой своей отчетности к специализированным аудиторским фирмам. Непубличные (закрытые) акционерные компании могут по уставу ограничивать обязанности своих аудиторов.

Процесс оздоровления банков и корпораций, проведенный в 2002-2004 гг., вызвал начало распада перекрестного владения акциями, а перечисленные выше реформы изменили структуру собственности (см. таблицу 9).

**Таблица 9. Распределение акционерного капитала по видам собственников (рыночная стоимость акций, % к итогу)**

годы	Правительство и местные администрации	Банки и страховые компании	Брокерские компании	Нефинансовые компании	Индивидуальные вкладчики	Иностранные инвесторы
1975	0,4	35,5	1,4	27,0	32,1	3,6
1980	0,4	38,2	1,5	26,2	27,9	5,8
1985	0,3	39,8	1,9	28,8	22,3	7,0
1990	0,3	43,0	1,7	30,1	20,4	4,7
1995	0,3	41,1	1,4	27,2	19,5	10,5
2000	0,2	39,1	0,7	21,8	19,4	18,8
2005	0,2	31,6	1,4	21,1	19,1	26,7
2007	0,4	30,9	1,8	21,3	18,2	27,6

Источник: The Tokyo Stock Exchange. Shareownership Survey 2007. [www.tse.or.jp](http://www.tse.or.jp).

На распределении акционерной собственности заметнее всего отражается растущая биржевая торговля. Начиная с 1990 г., достаточно большое число акций, находившихся в собственности финансовых учреждений и нефинансовых корпораций, было «сброшено» и, по-видимому, скуплено иностранцами. Это был прямой результат глобализации.

Намного показательнее, как, по оценке института NLIRI (см. выше), в акционерном капитале страны сократилась доля стабильных акционеров (см. таблицу 10).

**Таблица 10. Динамика доли «стабильных акционеров»\* в акционерной собственности, %**

Конец фин. г.	Число фирм	Капитализация фирм (трлн. иен)	Доля стабильных акционеров, % **			
			всего	банки, %*	страховые компании, %*	нефинансовые фирмы, %*
1987	1,924	433	45.8	14.9	16.4	14.4
1990	2,078	450	45.6	15.7	15.8	14.0
1995	2,279	393	43.4	15.0	14.7	13.5
1996	2,341	335	42.1	15.1	14.7	12.2
1997	2,389	308	40.5	14.8	14.1	11.6
1998	2,433	331	39.9	13.7	13.0	13.2
1999	2,487	463	37.9	11.3	10.6	15.9
2000	2,602	368	33.0	9.8	10.9	12.3
2001	2,668	313	30.2	8.7	10.1	11.4
2002	2,674	237	27.1	7.7	9.3	10.0

\* Данные NLI Research Institute. Приводится по: *Miyajima H. and F. Kuroki* The Unwinding of Cross-shareholding: Causes, Effects, and Implications. RIETI Discussion Paper Series, 2005.

\*\* Доля акционеров рассчитана по совокупной рыночной стоимости обыкновенных акций, выпущенных всеми публичными компаниями.

Изменение структуры акционерной собственности – не быстрое дело. «Стабильные акционеры» начали выбывать из структуры капитала в 1995 г., и этот процесс ускорился в 1999 - 2000 гг. Структура собственности японских корпораций становится разнообразнее. Во-первых, впервые после принудительной распродажи акций в конце 1940-х годов начали появляться крупные акционеры, набравшие пакеты в биржевой торговле. Впервые третьей по размерам группой акционеров стали иностранцы. Уже появился круг компаний, в которых иностранцам принадлежат контрольные и блокирующие пакеты акций. Их совокупная доля в распределении акционерного капитала в марте 2007 г. составила 28%, а средний размер пакета в иностранной собственности – около 20%. Как сообщает пресса, многие крупные инвесторы предпочитают выступать анонимно, через представителей, до тех пор, пока не наберут как минимум 5%-ный пакет<sup>78</sup>.

Наконец, таблица 10 указывает на еще один чрезвычайно важный сдвиг, а именно, на значительный рост ликвидности акций. Ибо одно дело, когда чуть больше половины всех выпущенных акций (54,2% в 1987 г.) обращается на рынке, и другое дело, когда в обороте находится почти три четверти акций (72,9% в 2002 г.).

По мере распада перекрестных связей советы директоров и высший менеджмент публичных компаний все больше ориентируются на оценки своих компаний на рынке ценных бумаг. Роль собраний акционеров перестала быть ритуальной.

Реформы вызвали большую волну слияний и, особенно, враждебных поглощений через рыночные сделки. По новым правилам, если активы компании, которую кто-то собирается купить, меньше 20% стоимости активов потенциального покупателя, то покупатель может провести эту сделку, минуя собрание своих акционеров, и покупаемой компании очень трудно обороняться от такой сделки. Объекты поглощения – слабые фирмы, рассчитывающие на помощь капиталом и управленческим опытом. Но немало также случаев

<sup>78</sup> Нихон кэйдзай симбун, 22.06.2007; 30.11.2006.

враждебных поглощений, сопровождающихся громкими скандалами<sup>79</sup>. Разработка законодательства о защитных мерах против таких «наездов» только началась.

Слияния и, особенно часто, поглощения финансируются банками под залог активов поглощаемых компаний. Этим занимаются крупнейшие банки, имеющие сеть отделений в Нью-Йорке, Лондоне, Гонконге и действующие по заказам иностранных клиентов. По оценке Банка Японии, в 2006 г. с покупкой японских компаний было связано 95% иностранных крупных инвестиционных проектов<sup>80</sup>. Весной 2007 г. были разрешены ранее запрещенные так называемые «треугольные сделки», когда иностранная компания открывает филиал в Японии, вносит свои акции на его баланс, а затем использует эти акции для вознаграждения акционеров покупаемой японской фирмы.

Японские компании не столько боятся рейдеров, сколько сопротивляются поглощениям как таковым. В ответ на эту агрессивную тактику они прибегают к старому испытанному средству – перекрестному акционированию. По оценке исследовательского института при инвестиционном банке «Номура сёкэн», в марте 2007 г. 11,2% акций публичных компаний находилось в перекрестном владении (на 0,1 п. п. больше, чем год назад)<sup>81</sup>. К этому способу обороны прибегают сильнейшие корпорации. После того, как в 2006 г. первый в мире производитель стали «Миттал» купил второго («Арселор»), менеджеры японского металлургического холдинга JFE заключили соглашения о перекрестной купле-продаже акций с десятком своих клиентов – «Кавасаки кисэн» (судостроение), «Кавасаки дзюкогё» (тяжелое машиностроение), «Мицубиси сёдзи» и «Итотю» (оптовая торговля), «Маруити кокан» (трубопрокатное производство), две компании JR (железные дороги) и «Судзуки дзидося» (автомобилестроение).

Ведущий специалист по проблемам крупной корпорации профессор университета Васэда Хидэаки Миядзима считает, что «современная модернизация структуры управления по своим масштабам сопоставима с послевоенными реформами», а «с точки зрения исторической перспективы современная реформаторская волна в области корпоративного управления будет вторым поворотным пунктом в истории японского бизнеса»<sup>82</sup>.

Масахико Аоки<sup>83</sup> полагает, что идущие в настоящее время изменения в механизмах корпоративного управления можно трактовать как переход от традиционной модели, ориентированной на банки, к гибридной, в которой пока не выработаны общепринятые правила отбора и замены высших управляющих в соответствии с рыночной оценкой компаний.

Перемены в структуре и функционировании японского предпринимательства к началу XXI в. позволяют говорить о новой корпоративной системе, идущей на смену той, которая сложилась после второй мировой войны и реализовала «экономическое чудо» 1960-х годов. Но рецидив перекрестного акционирования показывает, что национальное своеобразие не утрачено и конвергенция не состоялась.

Между тем мировой финансовый кризис 2008-2009 годов высветил тот дефект англосаксонской модели корпорации, о котором ещё в конце XVIII века писал Адам Смит: «от директоров ...компаний, которые заведуют в большей степени чужими деньгами, чем своими собственными, нельзя ожидать такой неусыпной осторожности, какую участники

---

<sup>79</sup> Например, попытка японских компаний «Livedoor» и телекомпании «Фудзи ТВ» поглотить «Nippon Broadcasting», или рейд американского инвестиционного фонда «Steel Partners» для захвата японской компании «Bull-Dog Sauce Co.».

<sup>80</sup> Нихон кэйдзай симбун, 04.04.2007. Опрос Банка Японии охватил проекты стоимостью свыше 10 млрд. иен.

<sup>81</sup> Нихон кэйдзай симбун, 02.06.2007.

<sup>82</sup> *Miyajima Hideaki*. The Performance Effects and Determinants of Corporate Governance Reform in Japan. RIETI Working Paper, June 2005.

<sup>83</sup> *Aoki Masahiko*. Whither Japan's Corporate Governance? SIEPR Discussion Paper No. 05-14, Stanford University March, 2006.



частного торгового товарищества проявляют в управлении своим капиталом. Подобно управляющему на службе у богатых людей, они склонны считать мелкие дела ниже достоинства своих хозяев и очень легко освобождают себя от заботы о них. Поэтому небрежность и расточительность должны всегда в большей или меньшей степени проявляться в управлении делами такой компании»<sup>84</sup>. Классическое противоречие между агентом и принципалом проявилось в скандальных историях падения корпораций «Bear Stearns», AIG и «Lehman Brothers», когда обнаружилось, какие огромные бонусы назначали себе топ-менеджеры, пренебрегавшие долговременными интересами акционеров.

На кризис этой модели указывают частые случаи выхода публичных компаний из биржевого листинга и превращение их в частные (going private). Это способ защиты от превратностей фондового рынка и от недружественных поглощений. Это также способ ухода от инспекторских проверок, которым подвергаются публичные компании, а если курс акций падает ниже номинала, это ещё и способ выживания.

Примеры рецидива более ранней формы показывают компании, назначающие на руководящие посты потомков (внуков, правнуков) своих отцов-основателей. «В дни мирового кризиса японцы ищут прибежища в традиции», замечает газета «Никкэй». Имена наследников старинных семей – это символы и бренды. Так, Акио Тоёда, внук Киитиро Тоёда, основавшего автомобильную компанию «Тоёта дзидося» в 1937 г., был избран её президентом в 2009 г.<sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> Смит, Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. М., Эксмо, 2007, с. 691.

<sup>85</sup> The Nikkei, Thursday, February 12, 2009.

## ЧАСТЬ 2. ЯПОНСКИЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ГРУППЫ

### 2.1. Определение и типология холдинговых групп. «Между фирмой и рынком»

В мировой практике корпоративной группой (бизнес-группой) называется объединение, состоящее из головной (родительской) и дочерних компаний. Оно известно в экономической литературе как централизованная холдинговая группа на участии в капитале. Участие в капитале выстраивается сверху вниз по вертикали, а перекрестного владения долями капитала не существует, так как членам группы не разрешается держать акции головной компании.

Головная компания – центр координации и контроля в группе, строящихся на контрактах, которые могут дополняться неформальными связями между менеджерами головной и дочерних фирм.

Более чем вековая история этого типа хозяйственной организации показала, что централизованная группа может строиться не только на акционерных началах. Участие может иметь титул пая, доли, а дочерние компании могут быть партнерствами или командитными товариществами. Головная компания может быть владельческим предприятием или партнерством. Акционерная форма холдинговой компании и участников группы наиболее широко распространена в современной экономике и практически является мировым стандартом.

Из мировой практики известны два типа холдингов: 1. «чистый», он же финансовый холдинг, в котором держательская компания только контролирует финансовые потоки группы дочерних компаний, и 2. «производственный», он же квази-холдинг, где держательская компания ведёт производственную деятельность и одновременно как центральное управленческое звено координирует деятельность группы как многопрофильной/многоотраслевой системы.

Есть два пути формирования группы: покупка акций существующих компаний и превращение структурных подразделений корпорации в юридически самостоятельные компании («*spin-off*»). Эти пути не альтернативны и часто существуют рядом и дают разнообразные сочетания - варианты холдинговых структур.

Покупкой акций создаются объединения компаний, работающих на одном рынке (как например, холдинг, объединивший корпорации «Daimler Benz» и «Chrysler», как «Royal Dutch Shell» или группа «Credit Suisse - First Boston»). Такие объединения могут быть альтернативой слияния и способом устранения конкуренции или же первым шагом к полному слиянию, при котором на время снимается проблема взаимной «притирки» управленческого персонала, но можно координировать производство и сбыт продукции. Другой способ такого объединения состоит в том, что группа из двух или больше компаний создаёт фирму-ядро, которая увеличивает свой капитал при помощи эмиссии акций на сумму, равную совокупному капиталу группы. Затем компании группы обменивают свои акции на акции фирмы-ядра, выкупая её эмиссию, и фирма-ядро становится «чистым» холдингом.

Банковский холдинг относится к раннему этапу развития современного крупного предпринимательства. Крупные банки берут на себя объединение таких компаний, акции которых они не могут в ближайшее время пустить в обращение (дочерние предприятия за границей, предприятия с длительным сроком становления, компании по покупке/продаже недвижимости). Способом объединения может быть и недобровольное участие в капитале промышленных предприятий, например, покупка залоговых пакетов («*debt-for equity swap*»). Банки приобретают акции предприятий как на продолжительное время, чтобы закрепить за собой клиентов, так и для реализации спекулятивной прибыли при перепродаже активов. Один из первых исследователей холдингов Роберт Лифман писал, что «участие способно к безграничному расширению и в любое время может быть ликвидировано. Оно стоит

дешевле, чем полное слияние (поглощение). Самая радикальная форма объединения, слияние, невыгодна грондерам-спекулянтам, так как её нельзя надлежащим образом использовать для дальнейших спекуляций»<sup>86</sup>.

Нередко в банковском холдинге акции банка замещали акции компаний, непригодные для публичного размещения. В Германии, писал Лифман, «большинство крупных банков обладали неудачными предприятиями, которые были не рентабельны или акции которых не могли быть выпущены с успехом»<sup>87</sup>.

На изучении этой формы объединения один из ранних марксистских исследователей Рудольф Гильфердинг построил свою теорию «финансового капитала» (1910 г.)<sup>88</sup>. По Гильфердингу, фондовый «безличный» капитализм уже в самом начале XX в. вытеснил прежние формы личного, «владельческого» предпринимательства.

Современная форма – это холдинговая группа с управленческой иерархией. Это интегрированный комплекс, участники которого связаны вертикальными технологическими цепочками либо по линиям диверсификации деятельности головной фирмы. Такая холдинговая группа может создаваться и развиваться сочетанием «spin-off» с покупкой пакетов акций существующих компаний. У иерархических структур могут быть большие преимущества перед чисто рыночным механизмом в координации деятельности и распределении ресурсов.

Холдинговая компания может действовать как центр координации хозяйственной деятельности всей группы, наподобие «видимой руки» администрации в крупных корпорациях<sup>89</sup>. Более гибкие формы, чем единая фирма на административном контроле, требуются там, где отрасли переживают резкие изменения, где появляются новые технологии и новые рынки, либо силы конкуренции заставляют фирмы дифференцировать товар и открывать себе рыночные ниши. Холдинговая группа – выигрышная форма экономической организации для сложных производственно-сбытовых цепочек от добычи первичного сырья или разработки продукта/технологии, через промежуточные стадии производственного процесса и до конечных продаж. Чем длиннее цепочка, тем больше качественных различий между звеньями и тем больше промежуточных связей, транзакций. Эта форма объединения выгодна при большой географической дисперсии бизнеса. В конце XIX в. она использовалась в США для развития местных сетей в электроэнергетике и железнодорожном транспорте, а в XX в. – для организации зарубежных филиалов транснациональных корпораций<sup>90</sup>.

В очень крупных транснациональных корпорациях применяется сложная схема построения холдингов, например, двухуровневый: под управлением общей холдинговой компании всей группы находится часть дочерних компаний плюс холдинг второго уровня, в который входят остальные дочерние компании.

---

<sup>86</sup> Лифман, Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. М. - Л., 1930.

<sup>87</sup> Лифман Р. Цит. соч., с. 209.

<sup>88</sup> «Всё возрастающая часть промышленного капитала представляют собой финансовый капитал: капитал, находящийся в распоряжении банков и применяемый промышленниками». Гильфердинг, Рудольф. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы в развитии капитализма. М., 1959, с. 301.

<sup>89</sup> Chandler Alfred D. Jr. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. Cambridge, Mass., 1977.

<sup>90</sup> Многопродуктовые и многоотраслевые транснациональные корпорации, как правило, организуются как сети специализированных дочерних компаний на национальных рынках (обычно они называются филиалами, но являются дочерними фирмами со 100%-ным участием). Монопродуктовые («Coca-Cola», «MacDonald's») – обычно сети региональных филиалов, подчиненных местному центру, холдингу второго уровня.

Замена внутренней иерархии межфирменной кооперацией помогает группе решить проблему неуправляемости сложной административной единицы. Она даёт экономию на транзакционных издержках<sup>91</sup> и обеспечивает большую гибкость, так как головная компания не несёт риски дочерних. Степень контроля в группе ниже, чем в фирме, но управляемость комплекса – выше.

Ещё одно преимущество холдинговой группы состоит в том, что она может реализовать экономию на масштабах с меньшими объёмами инвестиций. Например, в американском автомобилестроении вертикальная интеграция началась в 1909 г., когда спрос на массовые модели стал быстро расти, и конкуренция за поставщиков деталей обострилась. Генри Форд решил эту проблему расширением своего завода, а Уильям Дюран в «General Motors» – покупкой независимых изготовителей деталей. Когда автомобильная промышленность Японии в 1955-1970 гг. переживала колоссальный бум, автомобильные компании предпочли включить поставщиков в состав своих групп. Ни «Toyota», ни «Nissan» не имели такого объёма продаж, как компания Форда, который смог финансировать из собственных прибылей постройку огромного завода в Ривер-руж. Они не могли финансироваться на фондовом рынке, как «General Motors». «Квази-внутренние» связи с поставщиками помогли японским сборочным компаниям преодолеть острый дефицит капитала в отрасли<sup>92</sup>.

Координация решений в такой группе ведётся на основе финансового контроля. Дочерние предприятия являются юридическими лицами и обладают оперативной самостоятельностью, а головное – получает прибыль на вклад в их капиталы, но не отвечает по их обязательствам. Владение 100% акций дочерней компании по внешним результатам может быть равносильно поглощению, с той только разницей, что акции ликвидны, и связь между предприятиями может быть в любой момент расторгнута. А при поглощении статус юридического лица отменяется, и связь становится внутрифирменной – административной.

Контрольные инструменты холдинговой компании, необходимые для управления капиталом дочерних компаний – это пакеты их акций и представительство в советах их директоров. В группе потенциально возможен конфликт интересов между руководством холдинга, «выдаивающим» прибыли из дочерних компаний, и самими дочерними компаниями.

После того, как акции участников группы обмениваются на единую акцию холдинга, компании группы уходят с открытого фондового рынка. Акция холдинговой компании – это субститут акций производственных компаний ее группы. Это своего рода диверсифицированный портфель, который предлагается инвесторам на фондовом рынке. Собственникам холдинговой компании достаются дивиденды дочерних компаний за вычетом некоторой части, которую аккумулирует холдинговая компания (резервы для развития группы, управленческие расходы самой холдинговой компании)<sup>93</sup>.

Для предприятий, объединённых в холдинг, дирекция холдинга – единственный акционер с неограниченным господством. Но дочерние компании могут реализовать свои тенденции к росту и учредительству. Широко известны случаи, когда дочерние компании создают свои «внучатные» по отношению к «ядру» холдинговой группы компании, и тогда иерархическая структура группы становится многоярусной. Система субституции ценных

---

<sup>91</sup> Coase R. The Nature of the Firm. *Econometrica*, 1937, №4, pp.386-405. См. русский перевод: Коуз Р. Природа фирмы. В сб.: Фирма, рынок и право. М., 1993, с. 59. К издержкам использования рынка, которых можно избежать в административной структуре, Коуз относит не только издержки установления соответствующих цен, но и издержки заключения отдельного контракта на каждую рыночную транзакцию.

<sup>92</sup> Helper, Susan and David Hochfelder. Early Supply Relationships in the U. S. A. In: Shiba Takao and Shimotani Masahiro. (eds.) *Beyond the Firm. Business Groups in International and Historical Perspective*. Oxford, 1997, pp.207-208.

<sup>93</sup> Daems, Herman. *The Holding Company and Corporate Control*. Leiden and Boston, 1978, pp. 7, 36.

бумаг в таких иерархиях уменьшает предпринимательский риск, равномернее его распределяя. Для контроля над большой пирамидой головной компании достаточно вложения капитала в половину акций первого яруса этой пирамиды.

Юридическая форма компании, в том числе дочерней, дает ей право на принятие независимых решений, контролируемых собственниками ее капитала. Фактически дочернюю фирму связывают с головной компанией не только формальные линии связи (распределение прибыли, делегирование головной компанией своих менеджеров и ревизоров в состав советов директоров), но также постоянный товарный оборот, кредитные отношения, совместное использование патентов и технической документации и многое другое. Бывают и неформальные линии, такие, как управление через доверенных лиц и личные или семейные связи. В вертикально интегрированных группах действует монополия головной компании как крупнейшего и подчас единственного заказчика или поставщика. Короче говоря, в холдинговых группах действует невидимая концентрация корпоративной власти. Она способна в большей или меньшей мере заменять внутрифирменный административный контроль.

Теория транзакционных издержек Коуза рассматривает фирму как институт принятия решений в административной (бюрократической) иерархии, заменяющий рыночное распределение ресурсов<sup>94</sup>. Это направление развил американский экономист Оливер Уильямсон, подробно описавший две модели принятия решений – рыночную и административную<sup>95</sup>. Он выступил с предложением считать группу промежуточной формой организации «между рынками и иерархиями». Под «рынком» он понимает построение снабжения, сбыта, финансирования и найма на рыночных контрактах, а под иерархией – административное управление этими процессами внутри компании<sup>96</sup>. Транзакционные издержки на рынке могут быть слишком рискованными, доказывает Уильямсон. Рынки дают неполную и неточную информацию для предпринимательских решений, а иерархическая организация позволяет снизить соответствующие риски. Ведущий японский экономист старшего поколения Кэнъити Имаи называл промежуточную форму «серой зоной» между организацией и рынком.

В экономической литературе часто ставится знак равенства между многопрофильной, много объектной корпорацией и холдингом. Действительно, бывает трудно отличить координацию работы дочерних компаний на контрактной основе, действующей в группе, от координации работы подразделений на административной основе, действующей в корпорации. Крупнейшие корпорации децентрализуют управление, предоставляя своим подразделениям значительную автономию. Различия между корпорацией и группой наименее заметны в группах, где головная компания, «чистый» холдинг, владеет 100% акций всех дочерних компаний.

Взаимоисключающие представления о холдинговой группе – либо это разновидность крупной много объектной корпорации, либо особый тип отношений между фирмами – вызывают непреходящие споры еще и потому, что они связаны с несовпадением юридических и экономических границ современной корпорации.

Юридическая самостоятельность фирмы обозначает границу, за которой кончается действие внутреннего административного контроля и начинается ответственность по внешним обязательствам. Но акционерное право устанавливает эту границу иначе, чем налоговое право и законодательство о ценных бумагах. В акционерном праве имущественная ответственность компании ограничивается акционерным капиталом. Если законодательство о ценных бумагах устанавливает, что холдинговая компания должна публиковать для

---

<sup>94</sup> Коуз, Рональд Г. Природа фирмы. См.: Теория фирмы. СПб., Экономическая школа, 1995, с. 11-32.

<sup>95</sup> Уильямсон, Оливер И. Вертикальная интергация производства: соображения по поводу неудач рынка. Там же, с. 33-53.

<sup>96</sup> Williamson, Oliver E. Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications. The Free Press. 1975.

инвесторов единую (консолидированную с группой) балансовую отчетность, а налоговое право устанавливает, что она должна платить налоги на прибыли по консолидированной отчетности, то группа признается целостной хозяйственной единицей. Но требование консолидированной отчетности действует далеко не во всех странах, и налоговая база не везде рассчитывается по прибылям группы. Налицо коллизия права.

История этого вопроса такова. В США до конца XIX в. налог взимался с физического имущества. Оно оценивалось по местоположению предприятия. Первые крупные корпорации железных дорог и электроэнергетики, газоснабжения и водопроводного хозяйства (public utilities) действовали не в пределах одного штата, а на федеральном рынке. Законодатели штата Индиана в 1893 г. нашли способ оценки их имущества по стоимости акций на Нью-йоркской фондовой бирже с поправкой на протяженность сетевого хозяйства каждой из этих корпораций. Таким образом, корпорация как экономическая категория – получатель чистого дохода, облагаемого налогом – стала оцениваться в связке с другими предприятиями, на чистый доход которых она имеет право как инвестор. Такой же переход от правовой к экономической трактовке современной крупной корпорации был сделан в решении Верховного Суда США от 1920 г. о роспуске холдинга U.S. Steel Co., Inc., дочерние компании которого были найдены виновными в ограничительной ценовой практике<sup>97</sup>.

Принципы внутренней координации в холдинговых группах зависят не только от общих принципов корпоративного права (плюс неформальное обычное право), но также от правил групповой финансовой отчетности, которые вырабатывались довольно долго<sup>98</sup>. В США стандартные правила отчетности группы были зафиксированы в 1917 г. в правилах Службы внутренних доходов (федерального налогового агентства) и в 1918 г. введены специальной статьей в федеральный налоговый кодекс. Такую отчетность принимают фондовые биржи.

Существуют два варианта составления и публикации финансовой отчетности для холдинговых групп. Первый вариант – отчетность головной и дочерних компаний составляются и публикуются отдельно.

Дочерние компании, как уже говорилось выше, могут расти, финансируясь кредитами, которые могут брать как у головной фирмы, так и в банках. Дочерние компании имеют право взять кредит на стороне для погашения задолженности перед холдинговой компанией. В отдельных балансах хорошо видны полученные ими кредиты и авансы, и их дебиторская задолженность. В свою очередь, холдинговая компания может взять на себя покрытие убытков дочерней компании перед сторонними кредиторами, если она не заинтересована в банкротстве своей «дочки». Но при этом варианте возможны серьезные злоупотребления: дочерние компании могут годами накапливать прибыли или убытки, которые не будут отражаться в отчетности холдинговой компании. Здесь все зависит только от решения совета директоров холдинга. Если холдинговая компания относится к дочерним компаниям как к своим внутренним подразделениям, она может через свои счета осуществлять перекрестное кредитование дочерних компаний, и акционеры холдинга этого не увидят.

Кроме того, отдельная отчетность неудобна, если дочерних компаний много, так как она труднообозрима.

---

<sup>97</sup> *Commons, John R.* Institutional Economics. It's Place in Political Economy. N. Y, 1934, pp. 53-54.

<sup>98</sup> *Лифман, Роберт.* Формы предприятий. М., 1924, с. 97-98. Как пишет Лифман, правила составления и публикации балансовой отчетности, утвержденной общим собранием акционеров, присутствовали только в германском законе об АО от 1884 г. Часто публиковались неполные балансы (например, без счета прибылей и убытков или без оценки потерь и выгоды от вещественных активов). Типовых балансов не было. Только в 1900 г. в Англии было введено такое новшество, как обязательная аудиторская ревизия балансов каждого акционерного общества с правом аудитора в любой момент затребовать книги для обозрения.

Второй вариант – единая отчетность головной компании и группы. Она носит название консолидированной. Именно она была узаконена в США. Этот вариант дает более полную информацию о финансовом состоянии группы. Такая публикация показывает капитал и доходы, причитающиеся на долю миноритарных акционеров или внешних инвесторов. Но при этом исключаются внутригрупповые долги, торговый оборот и дивиденды, приводятся только нетто-результаты.

Поэтому правовая регламентация финансовой отчетности холдинговых групп не устранила такого недостатка, как непрозрачность внутригрупповых сделок и финансовых потоков. А. Берли и Г. Минз в своей знаменитой работе о современной корпорации сетовали на то, что директора холдинга могут манипулировать доходами и активами дочерних компаний и исказить информацию, предназначенную для инвесторов. «Это она из причин, в силу которых инвестирующая публика всегда чувствует себя немного беспомощной в их присутствии», - писали они<sup>99</sup>.

В западной экономической литературе корпорация и холдинг могут без разбора именоваться «концерном», а дочерние компании – отделениями или филиалами. Но холдинговая группа признаётся менее жёсткой, чем единая корпорация. Уильямсон говорит о холдинге как об «организации с рыхлой дивизиональной структурой, в которой контроль головного подразделения над отдельными оперативными частями лимитирован и зачастую не систематичен. Отделения пользуются значительной автономией при слабой административной структуре». Уильямсон видит в головной компании лишь звено, управляющее всеми рисками группы, которые можно уменьшать, меняя состав группы (наподобие портфеля инвестиционного фонда). Он не видит никакого основания предпочитать холдинговую группу единой многодивизиональной компании (M-form, как её называет Уильямсон)<sup>100</sup>.

Альфред Чендлер считает, что современные американские многоотраслевые, многофункциональные корпорации, организованные по дивизиональному принципу – это и есть американская разновидность холдинговых групп<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> *Berle, Alfred A. and Gardiner Means. Op. cit., p. 204.*

<sup>100</sup> *Williamson Oliver E. Markets and Hierarchies, p.143-144.*

<sup>101</sup> *Chandler, Alfred .D, Jr. The M-form: Industrial Groups American Style, European Economic Review, 1982, №19, pp. 3-23.*

## 2.2. Холдинговые группы в истории и экономическом законодательстве

История холдинговых групп восходит ко времени окончания Гражданской войны в США, когда благодаря развитию железнодорожной сети в стране начал формироваться общенациональный рынок. История групп шла параллельно развитию современных средств транспорта и связи, распространению заводских технологий массового поточного производства, с экономией на масштабах деятельности и высокой рыночной концентрацией, технологий массового сбыта. Их эволюция определялась, кроме того, законодательными рамками отдельных стран и развитием национальных финансовых рынков.

Интеграция крупномасштабного производства и сбыта впервые возникла в экономике США в 1880-х годах в виде объединения в группу небольших (обычно семейных) партнерств, которые были специализированы либо на производстве продукции, либо на торговле, либо на перевозках. Так возникли первые вертикально интегрированные группы предприятий по выпуску стандартных массовых товаров – мыла, сигарет, фотоплёнки («Procter & Gamble», «Duke's», «Eastman Kodak»), по производству, сбыту и послепродажному обслуживанию продукции массового машиностроения («Zinger», «John Deer», «Western Electric», «Westinghouse», «Edison GE»), по крупномасштабной переработке и сбыту сельскохозяйственной продукции («Swift», «Armour»). Группы давали возможность объединять географически разбросанные предприятия, специализированные либо на производстве продукции, либо на торговле, либо на перевозках и даже формировать международные сети сбыта.

Ставя производство и сбыт в вертикальной цепочке на поток, «пионеры» подобных крупномасштабных предприятий концентрировали такие значительные денежные потоки, что могли финансироваться из собственной выручки, почти не обращаясь к фондовому рынку и беря лишь короткие ссуды в местных банках.

Самой ранней формой корпоративных объединений в США в 1870-х годах были картели и сбытовые синдикаты – временные соглашения о контроле над объёмами и ценами сбыта. Они были непрочными в условиях ценовых войн. Очень скоро были найдены два других способа более стабильного объединения: 1. некорпоративный – обмен акций формально самостоятельных компаний на сертификаты доверительного управления (trust certificates) и 2. корпоративный – обмен на акции держательской компании.

Самой первой холдинговой компанией была «Pennsylvania Railroad Company West of Pittsburg» (1870 г.). Следующие по времени: для телефонных компаний – «American Bell Telephone Co.» (1880 г.), для объединения железных дорог Запада в трансконтинентальную систему – «Southern Pacific» (1884 г.) и холдинг городских железных дорог «Metropolitan Traction Co.» в Нью-Йорке (1886 г.). Законодательство некоторых штатов было против владельцев, находившихся в других штатах, и выход был найден в виде холдинга на основе обмена акциями<sup>102</sup>.

Первым, кто использовал правовой институт доверительного управления для объединения различных обществ под единым руководством и контролем, был адвокат S. T. C. Dodd, создавший «Standard Oil Company of Ohio». В 1882 г. трест «Standard Oil of New Jersey», объединив нефтеперегонные заводы, начал развёртывать сети добычи и сбыта. Он захватил 90% американского рынка нефтепродуктов, а термин «трест» стал синонимом отраслевых монопольных объединений.

Очень рано была замечена способность холдинговых компаний собирать при относительно малых затратах очень большие группы предприятий и то, что сами размеры групп, благодаря высокой концентрации экономической мощи, могут подавлять рыночную конкуренцию. Поэтому правовые системы развитых стран на рубеже веков не только не

---

<sup>102</sup> Лифман Р. Цит. соч., с. 159.



поощряли организацию холдинговых групп, но ограничивали их создание и функционирование.

Специальная нормативно-правовая база для холдинговых групп возникла первоначально в США в русле антitrustовской политики. До второй мировой войны ни в одной из развитых стран, кроме США, не было законодательной защиты конкуренции. Размеры объединений на участии в капитале не ограничивались. Сумма участия нередко превосходила собственный акционерный капитал головных компаний.

Именно в США впервые было выработано полное юридическое определение контроля в корпоративной группе. Его дала в 1908 г. Межштатная торговая комиссия проф. Диксона, разбиравшая межфирменные связи в железнодорожных холдингах. Комиссия определила контроль над акционерным обществом, как «способность предопределять его действия (поведение)». Таковую способность даёт: (1) полная собственность на активы общества; (2) аренда такой части имущества, которая делает возможным эксплуатировать предприятие; (3) право пользоваться подавляющей частью прав голоса, которые даёт владение акциями; (4) право назначения администрации общества либо на основании владения акциями, либо на основании передачи права голоса по доверенности; (5) право предопределять образ действий общества на основании выданных ему ссуд. Контроль может быть непосредственный (прямой) или косвенный (если А непосредственно контролирует В, а В – С, то А косвенно контролирует С)<sup>103</sup>.

Закон Шермана (Sherman Act, 1890) запретил объединения на сертификатах доверительного управления, как форму монополизации рынка<sup>104</sup>. Трест «Standard Oil of New Jersey» был распущен в 1911 г. На некорпоративной форме объединений в США тем самым был поставлен крест. Все принятые в дальнейшем законы о защите конкуренции в США называются «антитрестовскими».

Незадолго до принятия Закона Шермана штат Нью-Джерси принял закон о корпорациях (1889 г.)<sup>105</sup>, признавший холдинг на акционерных участках как форму корпорации, имеющей право работать на федеральном рынке. До этого закона холдинги учреждались специальными законами штатов и не могли выходить за пределы штатов. Холдинговые объединения не были признаны опасными для свободы торговли. Больше того, совет директоров холдинговой компании даже получил право принимать решения о ценах и объёмах выпуска в группе<sup>106</sup>. Волна слияний в 1889-1902 гг. сделала форму холдинговой группы всеобщей в мире крупных корпораций США. В ранних формах холдинговых структур акции холдинга могли замещаться не только акциями дочерних компаний, но и облигациями или паями на участие. Лифман называет этот механизм «заместительством фондов». Не все ранние холдинги были «чистыми» (финансовыми). Очень часто оказывается, пишет Лифман, что «общество для участия» одновременно ведёт производственную деятельность, владеет железными дорогами, и пр.<sup>107</sup>

Закон Клейтона (Clayton Act, 1914) – единственный федеральный закон Соединённых Штатов, регламентирующий холдинги. Статья 7 этого закона запретила корпорации

---

<sup>103</sup> Лифман, Роберт. Цит. соч., с. 160.

<sup>104</sup> Закон Шермана оперирует широкими понятиями, как-то: монополизация, попытка монополизации, объединение или сговор с целью монополизации любой части торговли между несколькими штатами или торговли с иностранными государствами. Статья 1 Закона гласит: «всякий контракт, сообщество на доверительных началах либо сговор, ограничивающий торговлю между несколькими штатами либо с иностранными государствами, объявляется незаконным». Цит. по: *Thompson G. C. and Brady J. P.* (eds.). *Text, Cases and Materials on Antitrust Fundamentals*. St. Paul, 1979, p. 243.

<sup>105</sup> В США правовое регулирование акционерного общества отнесено к компетенции законодательных органов штатов.

<sup>106</sup> См.: *Chandler, Alfred D. Jr.* *Scale and Scope. The Dynamism of Industrial Capitalism*. Cambridge, Mass., and L., 1990, p. 73.

<sup>107</sup> Лифман, Роберт. Цит. соч., с. 60-61.

приобретать акции другой корпорации в том случае, если эта покупка сильно ограничит конкуренцию или создаст монополию на рынке.

Основанные на применении Закона Клейтона решения Верховного Суда США о вертикальных объединениях (*United States v. E. L. Du Pont de Nemours & Co.*, 1957; *Brown Shoe Co. v. United States*, 1961), Закон Селлера - Кифовера (1950 г.), а также директивы Департамента юстиции о контроле над слияниями предприятий (1968 г.) ограничили объединения предприятий только критериями рыночной концентрации. Общий подход Верховного Суда США к крупномасштабным слияниям до сих пор состоит в проверке их на предмет монополизации рынков на общенациональном уровне<sup>108</sup>.

1890-е годы в американской экономике были периодом слияний предприятий и объединений в форме холдингов. Закрывая одних предприятий и перепрофилирование других заставляло объединения обращаться на фондовый рынок за финансированием. Фондовый рынок получает импульс к расширению, когда головные компании холдинговых групп занимают на нем ведущее место. Тип «менеджерских» корпораций с широкой дисперсией акций стал всеобщим в 1920-х.

Для координации потока в технологической цепочке производства и сбыта требуется административное звено. В 1910-х годах общепринятой формой организации много объектных корпораций была функциональная структура. По мере диверсификации деятельности была найдена новая организационная форма – система автономных отделений, известная под названием дивизиональной (M-form). В этой системе продуктовая или географическая специализация закрепляется за отделениями, и каждое ведет всю цепочку производства и сбыта своей продукции<sup>109</sup>. После второй мировой войны дивизиональная форма организации крупных, а нередко и средних компаний стала всеобщей. Ее распространение привело к тому, что в американской экономике форма холдингового объединения оказалась в значительной мере вытеснена формой единого инкорпорированного предприятия, прямо контролирующего все операции из центра. Его подразделения могут в обиходе называться филиалами (*subsidiaries*), но в правовом и налоговом контексте они именуется отделениями (*divisions*)<sup>110</sup>.

Смена холдинговой группы единой многопрофильной корпорацией была вызвана двумя причинами. Во-первых, массовому производству и сбыту больше отвечала административная власть менеджеров – она оказалась более выигрышной для оперативной оценки работы отделений по параметрам эффективности и для распределения финансовых и управленческих ресурсов по принципу «миниатюрного рынка». Во-вторых, холдинговым группам могло угрожать преследование по статьям антitrustовского законодательства.

В США разрешается создавать холдинговые группы, не выходящие за отраслевые рамки, только в нескольких отраслях, а именно, в банковском секторе, электроэнергетике, газовом хозяйстве и водоснабжении. В этих группах головные компании держат 100% акций дочерних, и используется единый консолидированный баланс. Они не могут выходить за свои отраслевые рамки, впрочем, понимаемые достаточно широко.

Закон Гласса-Стигала (*Glass-Steagal Act*, 1933) разделил коммерческие и инвестиционные банки и запретил коммерческим банкам вкладывать капитал в акции нефинансовых компаний. Закон был направлен на разрушение холдинговых групп типа «*Morgan Trust*», возникших в начале XX века. Этот же закон запретил коммерческим банкам работать вне пределов своего штата. Объединение в банковскую холдинговую группу позволяет им работать на федеральном и заграничных рынках («*Citicorp*», «*J. P. Morgan &*

<sup>108</sup> См.: *Anderson R. A. et al. Business Law, Principles and Cases. Cincinnati et c., 1971, pp. 1009-101*

<sup>109</sup> Первой дивизиональную схему разработала и применила в 1921 г. химическая корпорация «*Du Pont*». Подробно об этом см.: *Chandler, Alfred D. Jr. Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise. The MIT Press, (1962, 1990), p. 104-113; Oliver E. Williamson. Markets and Hierarchies, Chapter 8.*

<sup>110</sup> *Chandler, Alfred D. Jr. The M-form: Industrial Groups American Style, p. 4.*

Со.», «Western Bancorp.»). Например, холдинговая компания «Citicorp» возглавляет сеть «Citibank» с отделениями по всей территории США и более чем в 90 странах мира. Группа выполняет все функции финансового посредничества, включая страхование и операции с ценными бумагами.

Холдинги выполняют функцию мобилизации капиталов потому и постольку, поскольку дисперсия их акций достаточно широка. Но в странах Европы и в Японии, где фондовый рынок развивался медленно и еще не был полноценным инструментом оценки предприятий и распределения ресурсов, головные компании долгое время развивались, аккумулируя финансовые потоки всей группы и оставаясь в семейной (или партнерской) собственности учредителей и их потомков.

В странах Европы и в Японии холдинговые компании регулировались общим корпоративным правом. Для них не было специальных законодательных актов. Правовое регулирование акционерного дела в начале века ограничивалось правилами, нормирующими ответственность учредителей, правления и наблюдательного совета; правилами внутренней и внешней финансовой ревизии и раскрытия информации для публики.

В Европе массовое производство, интегрированное с массовым сбытом, развивалось медленно, и форма семейных (владельческих) капиталистических предприятий сохранялась дольше. В 1920-х годах, пишет Р. Лифман, «безличный» фондовый капитализм в Европе еще не вытеснил прежних форм организации предприятий: большая их часть держится на личном кредите и личном соучастии<sup>111</sup>. Как замечает Чендлер, в Европе члены семей «нередко предпочитали не расширять дело, если расширение угрожало потерей личного контроля»<sup>112</sup>. Но и семейные предприятия вовлекались в создание объединений холдингового типа.

В европейских странах холдинговые группы были многоотраслевыми, и им не угрожало антимонопольное законодательство, которого в Европе практически не было вплоть до конца второй мировой войны.

В Англии инвестиции крупных предприятий в создание снабженческо-сбытовой сети были меньше, чем в США (из-за меньших масштабов рынка). Развитие крупного предпринимательства шло путём создания рыхлых холдинговых структур, в которых горизонтальные объединения семейных предприятий координировали объёмы и цены выпуска, наподобие картелей. Наличие нескольких дочерних компаний одной отраслевой принадлежности – отличительная черта английской холдинговой группы.

Английские холдинги были двух типов: первый – объединение многих небольших семейных компаний («Imperial Tobассо»); второй – объединение двух-трёх лидирующих компаний отрасли («Cadbury - Fry»). Но в английских холдингах не было административной централизации, новых инвестиций в производственные мощности и сбытовую сеть и назначения ведущих менеджеров. Холдинговые компании выполняли роль снабженческих синдикатов для групп. В компаниях групп вводилась единообразная бухгалтерская отчётность. Директора дочерних компаний были независимы в вопросах текущего управления производством и сбытом продукции<sup>113</sup>.

Нежелание владельцев семейных компаний терять контроль мешало реализовать управленческие преимущества холдинга. Те немногочисленные английские промышленные компании, которые в первой половине века превратились в транснациональные холдинги – нефтяная «Anglo-Iranian Oil» («British Petroleum»), химическая «I.C.I.», резинотехническая «Dunlop Rubber Co.» – «зарубежными филиалами занимались нерегулярно и почти не вели разработку последовательных стратегий»<sup>114</sup>.

В Германии особенности развития холдинговых групп были связаны с законодательством, которое (до конца 1940-х годов) не только не запрещало, но поощряло

<sup>111</sup> Лифман, Роберт. Фондовый капитализм, с. 82.

<sup>112</sup> Chandler, Alfred D. Jr. and Herman Daems (eds.). Managerial Hierarchies p. 38.

<sup>113</sup> Op.cit., p. 288.

<sup>114</sup> Chandler, Alfred D. Jr. Scale and Scope, pp. 335-336.

картельные соглашения. Стимулы к слияниям компаний были снижены. В начале прошлого века в Германии преобладали две другие, не холдинговые разновидности групповых связей с сохранением за участниками статуса юридических лиц. Первая – группа на основе контракта о так называемом «объединении интересов» («Interessengemeinschaft», или IG). Это означало, что два (иногда больше) крупных предприятия объединяли прибыли и затем распределяли их в определённой пропорции. Самый известный пример IG – старейшая «The Nobel Dynamite Trust Co., Ltd.» и «IG Farbenindustrie», основанная в 1925 г. восемью участниками, в числе которых были крупнейшие компании «Bayer», «BASF», «AGFA» и «Hoechst». Германское законодательство позволяло без затруднений юридически оформлять такие «пулы». В Америке они были запрещены как соглашения, ограничивающие конкуренцию<sup>115</sup>.

Вторая группа – «концерн» («Konzern»). Она строилась по принципу вертикальной интеграции. Так, концерн Маннесмана объединил выплавку чёрных металлов и трубопрокатное производство; металлургические концерны Тиссена и Стиннеса занимались машиностроением<sup>116</sup>. В германских концернах участвовали крупные универсальные банки, которые в отличие от американских банков имели право держать неограниченное количество акций своих клиентов. Они были и кредиторами головными банками (Hausbanken) своих заёмщиков, и гарантами размещения их акций. Менеджеры банков состояли в их наблюдательных советах.

Ни «IG», ни концерны, которые иногда считались «семейными холдингами», так как входившие в них компании находились в собственности промышленников (например, Августа и Фрица Тиссенев, Хуго Стиннеса, Фридриха Круппа), не перешли на единую акцию и не создали управленческую иерархию. Форма холдинговой группы была принята только в электротехнической промышленности корпорациями «Siemens» и «AEG» в начале 1920-х годов.

Лишь после второй мировой войны, по мере диверсификации деятельности концернов, эта форма контроля стала распространяться в Западной Германии. Например, концерн Тиссена в 1983 г., когда удельный вес оборота металлургических компаний в его составе дошёл до 30%, перестроил свою структуру в «чистый» холдинг. Такими же холдингами стали концерны Круппа и «Даймлер-Бенц».

В Италии впервые появилась форма холдинга с участием государства. Это участие началось с военных заказов, которые во время первой мировой войны стимулировали предприятия и к вертикальной интеграции, и к экспансии в «отдалённые» области. Первой корпоративной группой стал холдинг «Альфа Ромео», выпускавший от автомобилей и сельскохозяйственных машин до боеприпасов и авиационных двигателей. В промежутке между войнами выросли металлургическая группа «Terni» и химический холдинг «Montecatini»<sup>117</sup>.

Государственные холдинги, в которых правительство участвовало как собственник, впервые появились в годы фашизма, они создавались после второй мировой войны и дожили до 1990-х годов. Первый госхолдинг «IRI» был учреждён в 1933 г. для долгосрочного кредитования компаний, пострадавших во время Великой депрессии, и для перекупки промышленных акций у банков с последующей перепродажей на рынке. В сферу его внимания входили компании чёрной металлургии, судостроения и энергетики, нуждавшиеся в инвестиционных ресурсах, которые были только у государства. «IRI» имел двухъярусную конструкцию: он держал акции группы отраслевых холдингов (например, стальной холдинг «Finsider»), дочерние компании которых были частными. Нехватка у «IRI» управленческого персонала для всей иерархии привела к продаже части компаний к 1937 г. При наличии в итальянских холдингах семейных капиталов (например, семья Agnelli в «ФИАТ») более

<sup>115</sup> *Лифман, Роберт.* Цит. соч., с. 197-198.

<sup>116</sup> *Chandler, Alfred D. Jr.* Scale and Scope, pp. 494-496.

<sup>117</sup> *Amatori, Franco.* Growth via Politics: Business Groups Italian Style. In: Shiba Takao and asahiro Shimotani (eds.), pp. 109-135.

сильным было влияние ведущих менеджеров-предпринимателей, таких как Карло де Бенедетти в «Оливетти». В 1953 г. появились новые госхолдинги: «ENI» (энергетика и нефтехимия), EFIM (тяжёлое машиностроение) и EGAM (горнодобывающая промышленность). Холдинги контролировали свои отраслевые предприятия не полностью (но всегда более чем на 50%). В 1965 г. создано Министерство управления государственными пакетами акций.

Итальянское государство гарантировало своим холдингам всевозможные льготы, но в управлении своими пакетами акций не придерживалось какого-либо планового начала. К началу XXI в. холдинги EFIM и EGAM были распущены, а ENI – частично приватизирован.

В Японии в 1870-х годах правительство само активно строило фабрично-заводские предприятия западного типа, закупая оборудование за границей и приглашая иностранцев-инженеров. В конце XIX в. были введены западные правовые стандарты для организации частного предпринимательства<sup>118</sup>. Старые купеческие дома и меняльные конторы превращались в банки и торговые компании. В 1885-1914 гг. все казенные фабрики и заводы, угольные шахты, и судоверфи были постепенно проданы старинным купеческим семьям Ивасаки, Мицуи, Ясуда, Сумитомо, Фурукава, Асано и другим основателям многоотраслевых холдингов, вошедших в историю под названием «концерны *дзайбацу*». Несмотря на активную правительственную пропаганду юридической формы акционерного общества, холдинги «*дзайбацу*» долгое время оставались в собственности семей в силу традиции единоначалия. Новые крупные предприятия были акционерными и финансировались на фондовом рынке.

При остром недостатке предпринимательских ресурсов каждая купеческая семья заводила сразу несколько направлений. Холдинговые компании, организованные как полные или коммандитные товарищества, управляли не связанными между собой видами деятельности. У семьи Мицуи это было банковское дело, морские перевозки, добыча и продажа угля и торговля тканями; у семьи Ивасаки (Мицубиси) – добыча угля, производство стекла, бумаги, пива и судоверфи. В 1910-х годах подконтрольные предприятия превратились в дочерние акционерные компании. Мотивом для акционирования дочерних компаний был не столько выход на рынок ценных бумаг (дочерние компании не продавали акции на бирже), сколько президентские посты для наёмных менеджеров – новой управленческой элиты, выросшей в «*дзайбацу*» и связанной с семьями владельцев на основе перекрёстного владения акциями.

Иерархическая структура крупнейших групп «Мицубиси», «Мицуи», «Сумитомо» и «Ясуда» строилась следующим образом. На вершине «пирамиды» находилась семья владельцев. Следующим ярусом была холдинговая компания, находившаяся под полным контролем семьи. Только в конце 1930-х годов холдинговые компании Мицуи, Мицубиси и Сумитомо стали акционерными и продали часть своих акций на сторону, члены старинных купеческих семей остались совладельцами, а фактическое управление перешло к наёмным менеджерам. Компания «Ясуда ходзэнся» так и осталась товариществом. Третьим ярусом были дочерние компании в полной и неполной собственности холдинга. Ниже были четвёртый и пятый ярусы – «внучки» и «правнучки» холдинга. Внутри групп были развиты перекрёстные акционерные связи: например, банки «Мицубиси», «Сумитомо» и «Ясуда» держали в составе своих групп акции как дочерних компаний, так и «внучек».

В докладе миссии Корвина Эдвардса, подготовленного для Комиссии по ликвидации холдинговых компаний (1946 г.), приведено описание различных типов организационного построения «концернов *дзайбацу*». «Мицуи хонся» была классической держательской компанией. Ей принадлежало от 10 до 100% капитала примерно в 90 компаниях первого яруса, которые держали по 10-90% капитала примерно 285 других компаний. Многие дочерние компании «Мицуи» настолько выросли, что фактически вышли из под контроля и к

---

<sup>118</sup> Подробно см.: *Fruin, W.Mark. The Japanese Enterprise System. Oxford, Clarendon Press, 1992.*

началу 1940-х годов создали собственные группы (в электромашиностроении – «Госиба», в текстильной промышленности – «Канэгафути», в целлюлозно-бумажной – «Одзи сэйси»).

Головная компания «Сумитомо» была производственным холдингом, так как не только владела акциями примерно 123 компаний, но и непосредственно владела горнорудными и другими предприятиями. В концерне «Номура» было перекрестное владение акциями, причем в круг владельцев входили семья, банк, брокерская и страховая компании. В некоторых концернах, по выводу К. Эдвардса, «конечная инстанция» контроля была неизвестна<sup>119</sup>.

Во многих группах был свой банк, своя торговая и страховая компании, транспортная система, а шесть самых больших концернов отраслевым составом воспроизводили структуру крупной промышленности. У остальных – отраслевая структура была так или иначе усечённой, неполной. По данным на 1947 г., десять крупнейших концернов – «Мицуи», «Мицубиси», «Сумитомо», «Ясуда», «Ниссан», «Аюкава», «Асано», «Фурукава», «Накадзима» и «Номура» – контролировали 32,5% всего акционерного капитала страны, а в руках 544 компаний, принадлежавших первым четырем концернам, находилось 24,5% промышленной продукции, 49,7% финансовых операций и 60,8% морского судоходства<sup>120</sup>. Холдинги создавали централизованные резервы капитала, пользуясь прибылями горнорудных предприятий, прибылями от сделок с землёй и т. д. Прибыли инвестировались в новые перспективные направления. Туда же направлялись способные менеджеры. Связи с политическим миром и государственной администрацией давали доступ к эксклюзивным лицензиям, субсидиям и казённым контрактам.

Правила, регулировавшие отношения холдинга с дочерними компаниями, были формализованы в каждой группе по-своему. «Сумитомо хонся» сама нанимала всех служащих и распределяла их по дочерним компаниям. Президентами советов директоров в дочерних компаниях были наёмные служащие холдинга, некоторые занимали этот пост сразу в нескольких компаниях. «Мицубиси хонся» разрешала дочерним компаниям самим нанимать служащих, но устанавливала нормы их оплаты. Все решения, касавшиеся более чем одной дочерней компании, принимались советом директоров дочерних компаний, который был подразделением «Мицубиси хонся».

«Концерны *дзайбацу*» распущены оккупационными властями в 1946-1951 гг., их акции были распроданы и дочерние компании превращены в самостоятельные корпорации. Решение о роспуске концернов в значительной степени диктовалось политическими соображениями: желанием «наказать» концерны за войну, за сотрудничество с военным режимом. Форма холдинга с семейным капиталом и под контролем семьи владельцев, типичная для Японии и для Западной Европы, воспринималась американской оккупационной администрацией как враждебный анахронизм. Целью роспуска «*дзайбацу*» было создание демократического института открытой корпорации, подконтрольной не иерархической структуре, а широкому кругу акционеров и рынку ценных бумаг. В послевоенные годы в Японии развились другие формы холдинговых групп, о которых речь пойдет ниже.

Эволюция корпоративных групп холдингового типа показала, что в рыночных экономиках повсеместно есть стремление «ослаблять административные границы фирм» и искать более эффективные и гибкие формы управления крупными предприятиями. Разнообразие этих форм таково, что трудно говорить о чётких тенденциях. Некоторые закономерности всё же видны.

Во-первых, холдинговые группы, организованные путём слияний и покупки пакетов акций, как конгломераты без технологической или продуктовой связи, рано вырабатывали механизмы чисто финансовой оценки дочерних компаний и финансовые критерии принятия

<sup>119</sup> Edwards, Corvin D. et al. Report of the Mission on Japanese Combines. Washington, 1946. См. русский перевод доклада этой комиссии: Эдвардс К. и др. Японские концерны. М., 1950, с. 36-38.

<sup>120</sup> Suzuki Kunio.. From Zaibatsu to Corporate Complexes. In: Shiba Takao and Shimotani Masahiro. (eds.), pp. 60-65.

инвестиционных решений. Холдинговые группы, выросшие «изнутри» путём диверсификации по технологической или продуктовой связи (или стихийно, как это было в Японии), дольше сохраняли семейный контроль, неформальные связи и предпринимательское начало.

Во-вторых, группы создавались и развивались по частной инициативе без инициативы или прямого участия государства. Государственная политика по формированию холдинговых групп проводилась только в Италии и в Австрии (после второй мировой войны), где холдинги создавались на базе национализированных предприятий нацистских преступников. В экономической истории это была не закономерность, а исключение.

В-третьих, в конце XX в. холдинговые группы стали наиболее распространенной формой организации трансграничного бизнеса.

### 2.3. Необычная межфирменная среда в Японии. Горизонтальные группы

В японской литературе проводится различие между корпоративными группами с центром контроля и группами без центра контроля. Японские термины для первых – «*kigyō keiretsu*», для вторых – «*kigyō shudan*». Горизонтальными называются группы корпораций без координирующего центра, связанные перекрестным участием в капитале, снабжением и сбытом через одни и те же крупные торговые компании и финансированием в одном и том же «головном» банке. Децентрализованные группы японская традиция иногда называет «горизонтальными кэйрэцу» (последний термин вносит путаницу в определения, но такова традиция).

Сочетание вертикальных и децентрализованных групп выглядит как сложная конструкция: верхний ярус – несколько десятков крупнейших корпораций, составляющих каждый «сюдан», второй ярус – вертикальные группы, в которых эти корпорации являются головными. Эта конструкцию впервые изобразила Элинон Хэдли (1916-2007 гг.), которая работала в Штабе оккупационной администрации в Токио и принимала участие в роспуске «дзайбацу», а в книге, опубликованной в 1970 г.<sup>121</sup>, искала их наследие два десятилетия спустя.

Нередко это сочетание описывается термином «сетевая организация». Его предложил американский историк Уильям Локвуд: «сети без пауков», так как мелкие пакеты акций, которые связывают корпорации друг с другом и с банками, никому не дают контрольных прав<sup>122</sup>. Данное определение вошло в обиход и стало толковаться расширительно. Вся экономика Японии представляет «плотное и сложное сплетение промышленных, торговых и финансовых компаний»<sup>123</sup>. «Кластеры взаимосвязанных фирм» образуют неконкурентную среду, не допускающую посторонних и непроницаемую для иностранных участников<sup>124</sup>.

Именно такое представление определило в 1989 г. позицию американской стороны в переговорах с японским правительством о так называемых «структурных барьерах» (*structural impediments*) в экономических отношениях между двумя странами. Проблема «кэйрэцу» была включена одним из шести пунктов в обвинение в нарушении свободной конкуренции и экономической закрытости, предъявленных японской стороне на высоком дипломатическом уровне. Претензия к вертикальным группам состояла в том, что они блокируют конкурентов, не допуская их к сделкам с участниками филиальной сети. Претензией к горизонтальным группам было то, что перекрестное владение акциями предотвращает слияния и поглощения и потому мешает иностранным инвесторам покупать крупные пакеты акций японских компаний или компании целиком.

Позднее, в 1992 г., с нападка на горизонтальные группы выступило Министерство юстиции США, заявившее, что с точки зрения американского антitrustовского законодательства, это нелегальные картели и что их поведение нарушает принципы свободной конкуренции. Власти Японии резко протестовали против экстерриториального применения американского законодательства, что противоречит международному праву, но, тем не менее, обязали Комиссию по справедливым сделкам раз в два года проводить и публиковать обследования снабженческо-сбытовых и финансовых сделок в шести горизонтальных группах<sup>125</sup>.

Оценка «межфирменной среды» со временем не раз меняла знак. До 1970-х годов, пока Япония наверстывала отставание от более развитых стран, она считалась экзотикой,

<sup>121</sup> Hadley, Eleanor. *Antitrust in Japan*, Princeton, 1970.

<sup>122</sup> Lockwood, William W. *The Economic Development of Japan. Growth and Structural Change*. Princeton, 1968, p. 503.

<sup>123</sup> Caves, Richard E., and Masu Uekusa. *Industrial Organization in Japan*. Brookings Institution. 1976, p. 59.

<sup>124</sup> Lincoln, James R. and Michael L. Gerlach. *Japan's Network Economy: Structure, Persistence, and Change*. Cambridge University Press, 2004.

<sup>125</sup> Iyori, Hiroshi and Akira Uesugi. *Op. cit.*, pp.62-63; 340-341.



архаикой, культурной аномалией. В 1980-х, когда отставание было преодолено, популярная пресса, масс-медиа и учёные стран Запада с энтузиазмом писали о корпоративных группах (и их отдельных проявлениях) как об очень эффективной форме промышленной организации, которую следует воспринять медленно растущим экономикам развитых стран. Американский политолог Кент Калдер полагал, что корпоративные группы «были ключевым элементом в быстром промышленном развитии и преобразении Японии с начала 1950-х годов»<sup>126</sup>.

В 1990-х английский исследователь Марк Шер увидел в них одну из причин длительной депрессии. Он доказывал, что «деловая практика в Японии в своей основе руководствуется набором неписаных правил и обязательств, которые темны и непонятны для окружающих». Отношения в децентрализованных корпоративных группах и группах с филиальной сетью, пишет он, можно рассматривать как прямое наследие кланов, в которых от линии наследников по прямой *honke* (本家) отделялись боковые ветви *bunke* (分家)<sup>127</sup>.

Кровное родство считается важной чертой родового строя, но экономисты не признают его значения в индустриальном обществе, писал Марк Шер. Но в Японии оно воспроизводится в виде квази-родственных отношений в современной управленческой практике<sup>128</sup>.

Тезис о социальных традициях, уходящих корнями, как минимум, в феодальную эпоху, использовала и экономическая журналистика. Так, лондонский «Экономист», говоря о «шести мощных корпоративных группах, связанных общими ценностями, деловыми отношениями и сетью перекрестных участия в капитале», писал, что это – «отпрыски довоенных “*дзайбацу*”, которых американцы обвинили в быстрой милитаризации и имперской экспансии Японии в 1930-х годах». Они восстановили «верность старым, феодальным традициям в деловых отношениях», как только в 1952 г. было снято табу с названий старых холдингов, запрещенных при их роспуске<sup>129</sup>.

Сравнительному анализу бизнес-групп посвящен сборник статей «За пределами фирмы: бизнес-группы в международной и исторической перспективе». Участники сборника Масахиро Симотани и Кунио Судзуки нашли децентрализованные группы только в Японии. В других странах – Бельгии, Италии, Германии, Южной Кореи – их аналогов не обнаружено<sup>130</sup>. Не нашёл их также израильский экономист Ишай Яфех, специально задавшийся целью найти аналогичные или хотя бы похожие структуры во многих странах мира<sup>131</sup>.

Правда, Карл Кестер из Гарвардской школы бизнеса указал на то, что примерно такие же, как в Японии, корпоративные группы можно найти за ее пределами – например, в Германии и Швеции. Там они просто меньше дают знать о своей структуре. Например, в Германии большинство корпоративных акций – именные, а не предъявительские. Перекрёстное владение акциями скрыто и обнаруживается только специальными исследованиями.

Кестер напомнил, что если управление юридически независимыми фирмами-членами группы держится на письменных контрактах, то неформальные отношения доверия

---

<sup>126</sup> *Calder, Kent. Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance. Princeton University Press, 1993, p. 132.*

<sup>127</sup> *См. Scher, Mark J. Japanese Interfirm Networks and their Main Banks. New York, 1997.*

<sup>128</sup> *Scher, Mark J. Japanese Interfirm Networks., pp. 51, 56.*

<sup>129</sup> *The Economist, June 7, 2000.*

<sup>130</sup> *Shiba, Takao and Masahiro Shimotani (eds.). Beyond the Firm. Business Groups in International and Historical Perspective. Oxford University Press, New York, 1997.*

<sup>131</sup> В поиски были включены: Аргентина, Бразилия, Израиль, Италия, Индонезия, Южная Корея, Мексика, Таиланд, Тайвань, Турция, Филиппины и Чили. *Yafeh, Yishay. An International Perspective of Corporate Groups and their Prospects. NBER Working Paper No. 9386, 2002.*

вырастают из длительной практики. В японской деловой практике, в отличие от аналогичной практики в США, Англии, Германии, баланс между формальными, письменными контактами и неформальными отношениями доверия смещен в пользу последних<sup>132</sup>.

Тема «сетевой организации» не сходит со страниц работ западных исследователей. При этом Ёсиро Мива (Токийский университет) и Марк Рамзейер (Гарвардская школа бизнеса) отрицают самое существование этих групп<sup>133</sup>.

Формирование горизонтальных группировок началось при форс-мажорных обстоятельствах.

После роспуска холдингов и введения запретов на держание акций (см. часть 1 данной работы), акционерный капитал был расплывён, и компании оказались без стабильных акционеров. В результате «чистки» менеджеров<sup>134</sup> к управлению крупными корпорациями пришли не слишком опытные люди молодого поколения, большей частью директора заводов. Осенью 1949 г. на фондовом рынке через полгода после открытия бирж, не работавших с довоенных лет, наступил крах. Слабый фондовый рынок не смог поглотить выброшенные на него акции расформированных концернов. Курсы многих акций упали ниже номиналов<sup>135</sup>. Компании увидели в этом угрозу массовой скупки акций иностранными инвесторами. Началась перекрестная покупка акций компаниями, входившими ранее в один концерн. Сначала она осуществлялась скрытно – через подставные лица, через банки. В 1953 г. запрет на держание акций «своей» группы был снят. Часть акций «ушла» с рынка и закрепилась у стабильных владельцев. Практика продажи части новых выпусков акций владельцам по номиналу (а до 1975 г. эмиссий по курсу вообще не было) только укрепила эту «сетку».

Разрастание «сетки» ускорилось во время кризиса 1965 г., когда фондовый рынок рухнул, и едва не обанкротились «Ямайти сёкэн» и другие большие брокерские дома. Под руководством Министерства финансов были созданы специальные государственные корпорации для скупки части акций и стабилизации рынка. Затем эти акции были раскуплены крупными компаниями в порядке обороны от иностранных поглощений, так как Япония готовилась к снятию ограничений, наложенных на иностранные инвестиции. Акции раскупались по старым линиям холдинговых связей. Так сложились «кигё сюдан» – группы без управляющего центра.

Горизонтальные корпоративные группы сложились под влиянием Антимонопольного закона, принятого в 1947 г. Этот закон (ст. 11, п. 2) ограничил покупку акций банками и другими финансовыми учреждениями предельной величиной в 5% числа акций, выпущенных любой нефинансовой компанией (страховым компаниям разрешено держать 10%). В силу этой юридической причины банки не могут быть центрами контроля в многоотраслевых группах. Переплетение директората тоже ограничено законом. Ни один менеджер или служащий японской компании не может одновременно занимать пост менеджера/служащего в другой компании, если тем самым будет ограничена конкуренция (ст. 13).

Из этого следует, что группы без центра контроля держатся на перекрестном участии в капитале и просто на личных контактах руководителей, которые регулярно встречаются в так называемых президентских советах<sup>136</sup>. Структура групп обычно определяется составом

---

<sup>132</sup> Kester, W. Carl. Industrial Groups as Systems of Contractual Governance. Oxford Review of Economic policy, 1992, vol 8, №3, pp. 24-43.

<sup>133</sup> Miwa Yoshiro. Firms and Industrial Organization in Japan. Macmillan Press, 1996; Miwa Yoshiro and J Mark Ramseyer. The Fable of the Keiretsu: Urban Legends of the Japanese Economy. The University of Chicago Press, 2006.

<sup>134</sup> В первой десятке дочерних компаний «дзайбацу» были уволены все президенты и директора.

<sup>135</sup> Так, денежная оценка фирм бывшей группы «Мицуи» упала до 46% стоимости ее основного капитала, а фирм «Сумитомо» – до 35%. Кигё кэйрэцу соран 1990, с. 20.

<sup>136</sup> Президентские советы, точнее, клубы, собираются для совместного ланча раз в месяц.

президентского совета. Этим групп шесть: «Мицуи» (26 компаний), «Мицубиси» (28 компаний), «Сумитомо» (20 компаний), «Фуё» (29 компаний), «Дайити-Кангё» (48 компаний) и «Санва» (44 компании). Первые три унаследовали свои названия и основной состав от довоенных холдингов «*дзайбацу*», распущенных в 1947-1951 гг. по решению оккупационной администрации. Группа «Фуё» образовалась из осколков холдингов «Фудзи» и «Ясуда». Остальные сформировались из остатков других довоенных холдингов («Кавасаки», «Фурукава») вокруг банков «Дайити-Кангё» и «Санва». В каждой группе имеется свой коммерческий банк, траст-банк, страховые и торговая компании. Их состояние освещается регулярной статистической информацией, не имеющей аналогов ни в одной стране мира. Комиссия по справедливым сделкам в своих годовых докладах приводит оценки масштабов шестерки «*кигё сюдан*» и их места в японской экономике (см. таблицу 11).

**Таблица 11. Масштабы корпоративных групп «кигё сюдан» (доли в совокупных показателях всех юридических лиц, %)**

Группа	В численности занятых	В объёме продаж	В совокупных активах	В акционерном капитале
Мицуи				
1970	1,11	3,19	3,41	3,18
1974	0,95	3,18	2,97	2,74
1994	0,65	2,37	2,01	2,33
1997	0,62	2,27	2,05	2,36
Мицубиси				
1970	1,02	3,21	3,85	4,09
1974	0,99	3,35	3,48	3,24
1994	0,54	2,02	1,88	2,38
1997	0,52	1,89	1,87	2,16
Сумитомо				
1970	0,61	1,45	1,85	2,28
1974	0,53	1,79	1,74	1,77
1994	0,31	1,57	1,14	1,60
1997	0,29	1,43	1,17	1,51
Санва				
1970	1,75	3,18	3,65	4,78
1974	1,54	3,00	3,32	3,82
1994	0,94	2,50	3,25	3,25
1997	0,89	2,41	3,05	3,05
Фуё				
1970	1,48	3,04	3,88	4,59
1974	1,28	2,80	3,34	3,83
1994	0,75	2,17	1,98	2,91
1997	0,68	2,10	1,97	2,67
Дайити-Кангё				
1970	2,27	5,21	5,87	5,99
1974	2,14	5,24	5,31	4,99
1994	1,11	2,46	3,29	3,71
1997	1,03	2,80	3,32	3,55
Все шесть групп				
1970	8,24	19,28	29,77	24,91
1974	7,43	19,36	20,16	20,39
1994	4,30	10,72	13,55	16,78
1997	4,03	12,90	13,43	15,30

Источники: статистические ежегодники «Тоё кэйдзай токэй нэмпо», 1976, с. 266; 1999, с. 444.

В составе этих групп находятся крупнейшие корпорации тех капиталоемких отраслей – чёрной и цветной металлургии, химии, нефтепереработки, судостроения – которые переживали подъём в 1960-х – начале 1970-х годов. Они не создавали массовых рабочих мест. Поэтому их доля так мала в численности занятых и больше – в совокупных активах и капитале. В последней четверти XX в. возникла большая популяция новых компаний за пределами старых отраслей и прежних групп. Компании нового поколения – «Сони», «Тоёта», «Мацусита (Панасоник)», «Хонда», «Номура», «Дайэй» и многие другие –

потеснили старых лидеров деловой элиты. Неудивительно, что вес шести групп - наследниц довоенных концернов заметно снизился.

Японские экономисты и юристы искали экономический смысл существования «*кигё сюдан*» в концентрации экономической мощи и ограничении конкуренции. Например, юрист Кэндзи Санэката считал покупку компаний, контрольных пакетов их акций, основных фондов компаний, а также аренду имущества факторами «искусственного изменения структуры рынков»<sup>137</sup>.

Экономисты левого направления (а оно было очень сильно ещё в 1960-1970-х годах) писали о «*кигё сюдан*» в жанре критики «монополистического капитала». Для Ёсикадзу Миядзаки, последователя американских экономистов марксистского направления Пола Суизи и Пола Барана, существование корпоративных групп в Японии было проявлением монополизации экономики, так как корпоративная форма организации капиталистического предпринимательства сама по себе несёт начало господства небольшого числа крупных корпораций над множеством мелких. Миядзаки насчитал в экономике 1960-1970-х годов не 6, а 15 групп, включив в них вертикальные группы («крупные промышленные капиталы»), постоянных заёмщиков нескольких больших банков и компании с иностранным участием. Смещение разнородных групп и объединение предприятий по разнородным признакам довольно характерно для экономистов этого направления.

Хироси Окумура (его книга была издана в русском переводе) определил горизонтальные группы как «финансовый капитал, наиболее обобщённое выражение капитала как такового». Не утруждая себя доказательствами, Окумура утверждал, что «*кигё сюдан*» сохраняют отраслевые монополии в своих рамках, поэтому уровень диверсификации не растёт. Он был уверен, что совокупные пакеты акций остаточны велики для права контроля, что совещания директоров – это совещания крупнейших акционеров, и что решения президентских собраний имеют обязательную силу. «Все контролируют каждую компанию, и каждая компания контролирует всех»<sup>138</sup>.

Акира Нэгиси<sup>139</sup> был более осторожен в оценках силы внутреннего сцепления в горизонтальных группах. На самом деле в перекрестном владении «*кигё сюдан*» в конце 1980-х годов было всего 22,65% акций, а в среднем на корпорацию приходилось всего по 1,52%. Это – мелкие пакеты, не дающие права хоть как-то влиять на принятие решений в акционерных обществах. Вместе с дочерней периферией они владели 50,64% выпущенных акций (в среднем по 1,87%). В капитале каждой компании биржевого ранга финансовые учреждения держали в среднем по 12,8%, в том числе городские банки – по 5%, траст-банки – по 1,9%, страховые компании – по 4,1%. Крупные торговые компании имели в среднем по 1,6%. Кредитные отношения со «своими» – это отношения через общий головной банк. Нэгиси считал их одной из сил сцепления. На 1989 г. в среднем по шести группам 18,8% кредитов проходило через «головной банк», но эта доля падала. В кредитных портфелях банков кредиты «своей» группе составляли всего 3,5% и сильно снижались.

В горизонтальных группах, писал Нэгиси, нет прямого свидетельства о действии механизма групповой максимизации прибыли. Цены во внутригрупповых сделках предлагаются как общие котировки во всех внешних сделках, по крайней мере, запрашиваются одинаковые цены. Если возможен эффект монополии продавца или покупателя, то он действует одинаково внутри и вне групп. В «*кигё сюдан*» нет управляющих центров, чтобы сосредоточивать и перераспределять прибыль группы, а порознь корпорации не могут выполнять эту функцию.

---

<sup>137</sup> Санэката Кэндзи и др. (ред.). Кигё кэцуго то хо (Объединения предприятий и право). Гэндай кэйдай хо кодза 3 (серия «Современное хозяйственное право»), т. 3. Токио, 1991, с. 6.

<sup>138</sup> Окумура Хироси. Корпоративный капитализм в Японии. М., 1986 г., с. 86, 209.

<sup>139</sup> Нэгиси Акира. Кигё кэйрэцу то хо (Группирование предприятий и право). Токио, Сансёдо, с. 58-59.

Доклады Комиссии по справедливым сделкам, составленные по опросным данным за 1981 г., показали, что внутригрупповой оборот «кигё сюдан» по продажам был равен 10,8%, а по закупкам – 11,8% их совокупного оборота. Регулярные президентские советы проводились без формальной повестки дня, только для обмена общей информацией.

Антимонопольный закон Японии даёт право Комиссии по справедливым сделкам запрещать слияния и поглощения компаний, если результатом этих сделок будет чрезмерная концентрация экономической мощи. Субъектами сделок признаются относительно крупные компании с активами свыше 300 млрд. иен вместе со своей филиальной сетью (дочерними компаниями, в которых «головной» принадлежит более 25% голосующих акций). Иначе говоря, это вертикальные корпоративные группы. Им запрещаются сделки слияния и поглощения с фирмами в сопряжённых отраслях, как приводящие к ограничению конкуренции. Примеры сопряжённых отраслей: гражданское строительство, производство цемента, бетона и бетонных изделий; электроэнергетика и перегонка нефти; рекламное дело, газеты и радиостанции. Речь идёт о монополизации конкретных товарных рынков, которые определяются по трёхзначному коду классификации в промышленных переписях<sup>140</sup>. Горизонтальные группы отсутствуют в поле правового регулирования конкуренции.

Что касается монополизации отраслей, то в экономике Японии её уровень не выше, а зачастую ниже, чем в других развитых странах. Например, в американской автомобильной промышленности работают три производителя машин для массового спроса: «General Motors», «Ford Motor» и «Chrysler». Подобная концентрация поставщиков называется высокой олигополией. В Японии таких компаний девять: «Тоёта», «Ниссан», «Хонда», «Мицубиси», «Мазда», «Субару», «Судзуки», «Исудзу» и «Хино».

Экономист Масу Уэкуса, признавал, что корпоративные группы «кигё сюдан» суть рыхлые объединения, и не видел прямого свидетельства того, что в них действует механизм групповой максимизации прибыли. В «кигё сюдан» нет управляющих центров, чтобы сосредоточивать и перераспределять прибыль группы, а корпорации не могут выполнять эту функцию порознь<sup>141</sup>. Несмотря на превентивные меры против концентрации экономической мощи, заложенные в законодательстве, при всем повышенном внимании к горизонтальным группам никто в Японии так и не смог убедительно показать, что они ограничивают конкуренцию на товарных рынках.

Другое объяснение экономического смысла «кигё сюдан» – помощь компаниям группы при финансовых затруднениях. Есть немало примеров того, как действия «головных банков», главных кредиторов и акционеров своих заёмщиков, спасали их, предоставляя им помощь: рефинансирование долгов, реорганизация, делегирование менеджеров и пр. Австралийский экономист Пол Шиэрд привёл 15 случаев такого избавления от процедуры банкротства за период от 1965 г. до 1992 г.<sup>142</sup> Яркую историю «спасения» автомобильной корпорации «Тоё когё» (сейчас она называется «Мазда») от банкротства в 1975 г. рассказали социологи из Стэнфордского университета Ричард Паскаль и Томас Роулен. Группа «Сумитомо» раскупила нераспроданную продукцию гигантского завода в Хиросиме, а кризисный управляющий, делегированный банком «Сумитомо», перестроил управление компании, а также её отношения с поставщиками и дилерами<sup>143</sup>.

<sup>140</sup> *Fair Trade Commission. Guidelines Concerning Companies Which Constitute an Excessive Concentration of Economic Power. November 12, 2002. www.jftc.go.jp.*

<sup>141</sup> *Уэкуса Масу. Сангё сосикирон (Промышленная организация). Токио, 1982, с. 278-86, 291.*

<sup>142</sup> *Sheard, Paul. The Governance of Financial Distress. In: Aoki Masahiko and High Patrick, eds. The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies. Clarendon Press, Oxford, 1994.*

<sup>143</sup> Эта история, результат полевого исследования, под заголовком *The Mazda Turnaround*, была напечатана в журнале *The Journal of Japanese Studies*, Seattle, vol. 9. №2, 1983, а позднее перепечатана в сборнике *Inside the Japanese System*, ed. by *Okimoto, Daniel I and Thomas P. Rohlen*, Stanford, 1988, pp.149-171.

Но в академической среде и общественном мнении Японии такая помощь нередко подвергалась критике как препятствие для нормального рыночного отбора эффективных предприятий через процедуру банкротства. Помощь убыточным компаниям, так называемым «зомби» – это искажение структуры рынков и очень неэффективная поддержка занятости.

Но кредитование компаний каждой группы через свой «головной» банк не создавало «силы сцепления» в горизонтальных группах. В 1960-х годах «головным» считался банк, на долю которого приходилось не менее 40% задолженности компании. В конце 1980-х годов связи настолько ослабли и рассредоточились, что приходилось говорить не об одном, а о двух и трех «головных» банках. Компании рассредоточивали свои заимствования и переходили от банковского кредита к выпуску облигаций (см. часть 1). В среднем «головные» банки предоставляли компаниям от 15 до 25% долгосрочных кредитов.

На рубеже XX и XXI веков под давлением затяжной депрессии 1990-х годов и кризиса японской финансовой системы началось разрушение институтов, которые считались признаками существования горизонтальных корпоративных групп – перекрёстного владения акциями и «головных банков» (см. часть 1). Реорганизация банковского сектора разрушила их границы. Банки объединили свои кредитные портфели. В 2001 г. банк «Санва» вместе с банками «Асахи» и «Токай» сформировали «UFJ Holdings». В 2002 г. произошли слияния банков из разных групп – «Сумитомо» и «Сакура (Мицуи)» превратились в банк «SMBC», «Фудзи» и «Дайити-Кангё» вместе с Японским промышленным банком вошли в финансовый холдинг «Мидзухо». В результате, например, холдинговая группа «Мидзухо» стала головным банком для примерно 30% компаний, котирующихся на биржах, а всего у нее будет около 170 тыс. корпоративных клиентов.

Преобразование ведущих компаний биржевого круга в транснациональные корпорации, начавшееся в 1980-х годах не оставляет места даже для предположений о внутригрупповой координации. ТНК формируют связи и контролируют производство и сбыт продукции поверх национальных границ.

Противники самой концепции горизонтальных групп Мива и Рамзейер доказывают, что это фикция, *urban legend*, миф, выдаваемый за правду<sup>144</sup>. Их аргументы совпадают со многими доводами, приведенными выше. Кроме того, говорят они:

- статистика показывает, что норма прибыли у компаний-членов горизонтальных групп не выше, а зачастую ниже, чем у их аутсайдеров;
- внутригрупповой товарооборот не поддается измерению, потому что такая документация отсутствует;
- пакеты акций, находящиеся в перекрёстном владении, слишком малы, чтобы защищать от недружественных поглощений. У всех компаний сильно диверсифицированные портфели акций;
- «президентские советы», скорее всего, просто «поддерживают старую дружбу президентов» и лояльность брэндам с давней историей.

---

<sup>144</sup> *Miwa and Ramseyer. The Fable of the Keiretsu. Chapter 6.*

## 2.4. Необычная межфирменная среда в Японии. Вертикальные группы

У современных вертикальных групп сравнительно недавняя история. Часть их была искусственно организована в годы второй мировой войны. Производители комплектующих к военной технике были разбиты на территориальные блоки и приписаны к головным предприятиям. Тем самым исключалась работа на посторонних и конкуренция исполнителей. В период высоких темпов роста крупные корпорации активно развёртывали эти сети для расширения производства, снабжения и сбыта, но уже без принудительного прикрепления.

В Антимонопольном законе Японии в 1947 г. была проведена юридическая граница между формами «чистого» и «производственного» холдинга. «Чистым», или финансовым холдингом, говорится в 9-й статье этого закона, считается «компания, основной деятельностью которой является контроль хозяйственной деятельности в одной или многих компаниях в Японии посредством владения её акциями». Основная деятельность определяется по структуре баланса. Финансовым холдингом считается компания, у которой вложения в акции дочерних компаний (в ценах приобретения) на 50% больше её собственных чистых активов. Данная статья Антимонопольного закона запретила участие в акционерном капитале не только как единственный, но и как преобладающий вид деятельности компаний<sup>145</sup>. До 1998 г. корпорации, вошедшие в листинг Токийской фондовой биржи (их было 1838), а также многие более или менее крупные компании, не имеющие листинга, были квази-холдингами, так как наряду с управлением акциями филиальной сети вели собственную производственную деятельность.

Финансовые холдинги были вновь разрешены в декабре 1997 г.

Компании, чьи акции более чем на 50% принадлежат другой компании, называются дочерними. Компании, от 20 до 50% акций которых принадлежат другой компании, называются «зависимыми», а с более низкой долей участия (от 10 до 20%) – «ассоциированными»<sup>146</sup>. Компании, имеющие больше одного владельца, могут входить в две и более корпоративные группы. Границы вертикальных групп размыты, а фактический контроль дозируется не только по участию в капитале, но и по тесноте кооперации с головной компанией.

Представление о непрозрачной и недоступной для конкурентов межфирменной среде связано именно с данной формой промышленной организации. По формальному признаку (участники группы – юридические лица) вертикальная группа образует среду. Плотность связей в этой среде неравномерна, и это не даёт основания считать её единым целым.

Японские корпоративные группы – несколько рыхлые объединения без определённо очерченных внешних границ. Налоговое право не признаёт их целостными хозяйственными единицами. Каждый участник группы – юридическое лицо, несущее свои обязательства перед государством по уплате налогов. Консолидированная финансовая отчётность – первый финансовый документ корпораций Америки. В Японии она была введена в 1973г.

---

<sup>145</sup> Закон о запрещении частной монополии и поддержании справедливой торговли от 14 апреля 1947 г. Текст и комментарий приводятся по: *Iyori Hiroshi and Uesugi Akira. The Antimonopoly Laws and Policies in Japan.* N. Y., 1994, pp. 177, 396.

<sup>146</sup> Коммерческий кодекс Японии считает дочерними компании, в которых головная (родительская) владеет более чем 50% капитала. Дочерняя компания не имеет права покупать или держать акции родительской компании (ст. 211-2). (The Commercial Code & The Audit Special Exceptions Law of Japan, 1991. EHS Law Bulletin Series, EHS Vol. II, p. JA 54). Зависимые – определяются инструкцией министерства финансов: это компании, в которых головная компания владеет от 20 до 50% голосующих акций. При 25%-ном участии остальные акции бывают широко распределены и никакого влияния на поведение менеджеров компании не оказывают. (Regulations Concerning Terminology, Forms and Methods of Preparation of Financial Statements, etc. //www.japanlaw.com).



«для внешнего пользования» в связи с тем, что японские компании вышли на мировые рынки капитала с акциями, ADR (депозитарными расписками) и облигациями, а иностранные компании начали котировать свои акции на Токийской фондовой бирже. Только в 2000 г. консолидированная отчётность стала обязательной.

Взаимоотношения подразделений фирмы с её административным центром, как бы ни была децентрализована фирма, регулируются внутренними правилами и решениями её директората. В группировке же связующим элементом является контракт, опирающийся на нормативы права. Между головной компанией и группой стоит государственная регламентация отношений и государственный же судебный контроль.

Логика формирования вертикальных «кэйрэцу» менее очевидна. Чем оправдано существование группировок квази-автономных фирм вместо интегрированных компаний? Что заставляет крупные компании отделять свои звенья, превращая их в спутники? Какой набор институциональных условий?

Японские исследователи смотрят на эту проблему сквозь призму представления о промежуточной форме организации «между рынками и иерархиями». Ёсиро Мива считает, что «в реальном мире фирма – это вообще юридическая фикция», так как контролирующая группа акционеров и кредиторов находится вне юридических границ. Юридические границы не суть границы фирмы как единицы экономического анализа. Они только определяют право вступать в контракты и решать в судебном порядке споры по поводу их исполнения. Но четкой границы фирмы как единицы, принимающей решения, не существует. По мнению Мива, корпоративные группы образует контрактная координация производства и сбыта («долгосрочные отношения без эксклюзивности»), а другие связи, такие как участие в акционерном капитале, кредиты и назначение директоров, он не считает существенными<sup>147</sup>.

Эту точку зрения поддерживает Масахиро Симотани. Он считает, что оборот между фирмами группы есть оборот внутри единой корпорации<sup>148</sup>.

Масахико Аоки тоже видит основное связующее начало группы в производственно-сбытовых контрактах, но участие главного заказчика в капитале исполнителей считает «явным признаком рыночной власти» над ними. Он называет природу корпоративной группы «квази-интеграцией»<sup>149</sup>.

Кэнъити Имаи и Хироюки Итами, признавая, что с формальной точки зрения внутреннее пространство фирмы как субъекта принятия решений ограничивается ее самостоятельным балансом, считают, что невозможно провести чёткую экономическую границу между этим внутренним пространством и системой постоянных тесных связей фирмы, образующих группу. Вопрос о сочетании рыночного и организационного начал – это классическая проблема японских корпоративных групп. В японской промышленной организации главными производственными звеньями являются крупные организации. Они соединены с мелкими и мельчайшими поставщиками комплектующих узлов и услуг не только и не всегда участием в капитале, но и постоянными, долгосрочными контрактами.

Японский тип «производственных» холдинговых групп в принципе более рыхлая конструкция, чем западные «чистые» холдинги. Она сформировалась в связи с тем, что вплоть до конца 1997 г. «чистые» холдинги были запрещены, полное превращение структурных подразделений в фирмы было невозможно, и всегда часть их оставалась внутри головной корпорации. В то же время дочерние и «зависимые» компании иногда «дорастают» до таких размеров, что сами выходят на фондовый рынок, добиваются листинга, получают доступ к финансированию на рынке, и их деятельность недостаточно «прозрачна» для

<sup>147</sup> *Miwa Yoshiro*. *Firms and Industrial Organization in Japan*. Macmillan Press, 1996, p. 190.

<sup>148</sup> *Shimotani Masahiro*. *Corporate Groups and Keiretsu in Japan*. In: *Japanese Yearbook of Business History*, Tokyo, 1991, vol. 8, p. 22.

<sup>149</sup> *Aoki Masahiro*. *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*. N. Y. - Melbourne, 1988, p. 214.

акционеров головной компании. Например, на Токийской фондовой бирже торгуются акции компаний «NTT DoCoMo» (сотовая телефонная связь) и «NTT Data» (Интернет-обслуживание), входящих в группу телефонной корпорации «NTT», и сети круглосуточных магазинов «Seven-Eleven», принадлежащей компании-владельце супермаркетов «Ито-Ёкадо». Рыночная стоимость этих компаний весьма велика, но контрольные пакеты их акций принадлежат «родителям» («NTT» – около 60%, «Ито-Ёкадо» – 51%)<sup>150</sup>.

Коммерческий кодекс устанавливает сравнительно легкие условия для *spin-off* – превращения структурного подразделения компании в формально независимое предприятие. Выделяемое подразделение может стать только акционерным обществом. Обычно все его акции покупаются учредителем и/или продаются на сторону по подписке в момент создания. Головная компания может участвовать в его капитале по решению совета своих директоров путём передачи физического имущества или денежных ресурсов по рыночной цене. Если данное имущество необходимо для текущего функционирования головной компании, это делается решением собрания её акционеров. Вновь созданная компания может потребовать, чтобы во избежание искажения оценка имущества была сделана под судебным надзором. Если компания на 100% принадлежит одному учредителю, ресурсы могут быть переданы по любой цене.

Самый эффективный способ построения филиальной сети – это, как известно, покупка «готовых» компаний или их захват на фондовом рынке. Между тем, по Антимонопольному закону для разрешения слияний и приобретения права ведения бизнеса на началах покупки или аренды установлена сложная и долгая административная процедура. А время – критический фактор в переговорах о слиянии компаний, и особенно при захватах через фондовый рынок<sup>151</sup>. Кроме того, скупка акций независимой компании с целью превратить ее в свой филиал имеет силу лишь в том случае, если с этим согласны акционеры независимой компании. Коммерческий кодекс даёт право акционерам, владеющим 1/3 акций, налагать вето на слияния.

Поэтому превращение независимой компании в филиал путем покупки её акций на рынке – довольно редкое явление. Правда, небольшие финансово слабые фирмы нередко сами предлагают крупным корпорациям свою новую эмиссию, чтобы войти в группу. Покупка вне рынка оформляется как контракт между акционерами о передаче прав на управление и не требует согласия присоединяемой компании.

Из-за того, что японскую компанию трудно купить на рынке, поглощения в Японии были далеко не так часты, как, например, в США. Покупали либо конкурентов, либо поставщиков деталей, торговых агентов, которых надо «привязать» к группе, либо обладателей уникальной технологий; иногда «прибирают к рукам» компании на грани распада ради обладания их активами и персоналом. Но, как правило, источником роста корпоративных групп является превращение структурного подразделения компании в дочернюю фирму.

Диверсификация деятельности головных компаний затруднена из-за негибкого рынка труда, на котором трудно найти менеджеров и квалифицированных рабочих нужной специальности. Их нужно обучать внутри фирмы, а это требует времени. Пожизненная

---

<sup>150</sup> Другие примеры: японская электротехническая корпорация «JVC», основанная в 1927 г. как местное дочернее предприятие американской компании «Victor Columbus». Компания «Фанак» («Fanuc»), производитель промышленных роботов, в 1972 г. отделилась от электротехнической корпорации «Фудзицу».

<sup>151</sup> Участники любой сделки по покупке компаний, а также по покупке или аренде основных фондов обязаны уведомлять о слиянии или передаче прав управления Комиссию по справедливым сделкам. Комиссия разрешает или запрещает сделку в 30-дневный срок. Если в результате сделки самая крупная компания получит на рынке 15%-ную долю (25% для остальных), условия сделки будут рассматриваться самым тщательным образом. *Iyori H. and Uesugi A. Op. cit., pp. 163-172.*

карьера менеджеров – сильное препятствие и для слияния фирм, так как при слиянии сталкиваются интересы и амбиции управленческих «команд». Не помогает слияниям и институт внутрифирменных профсоюзов.

Выделение производственных звеньев в дочерние фирмы позволяет организовать конкуренцию между исполнителями, допустить работу этих исполнителей по заказам своих конкурентов, а также снимает тяжелую проблему неуправляемости слишком крупных корпораций. Поэтому степень продуктовой диверсификации крупных корпораций не слишком велика, и среди них редки конгломераты. Выход за пределы отраслей им даёт группа.

Запоздалое развитие многодивизиональной формы крупного предприятия было результатом этих институциональных условий.

Американец Родни Кларк, изучавший японские компании в 1970-х годах, провёл резкую границу между компанией и группой. Компания в Японии «элементарная единица, чётко определённая ячейка промышленной или торговой деятельности», - писал он. Компания узко специализирована на одном или нескольких близких бизнесах. Развитие филиальной сети – это альтернатива диверсификации головной компании.

Описание промышленной организации, сделанное Р. Кларком, относится к периоду, когда диверсификация деятельности крупных компаний ещё была редкостью. «Компания не совсем целиком укладывается в свою отрасль (непрофильной продукции мало), но сами компании считают свои отрасли практически гомогенными, сравнивая свои позиции с позициями соседей по отрасли. Какова бы ни была специализация, фирмы считаются единицами отрасли. Примеры широкой диверсификации довольно редки и относятся только к самым крупным корпорациям (“Мицубиси дзюкогё” выпускает автомобили, самолёты, суда, промышленное оборудование и пр., “Кубота” делает сельскохозяйственные машины, трубы и сборные дома, “Дайниппон инку” производит типографскую краску, пластмассы и строительные материалы)».

Большинство американских корпораций вышло за пределы одной отрасли в конце 1960-х годов. В Японии, по оценке американского исследователя Марка Фруина, еще в конце 1980-х годов набор выпускаемых продуктов выходил за пределы трёхзначной статистической классификации отраслей только у 80 из 200 крупнейших промышленных компаний<sup>152</sup>. Пока были запрещены финансовые холдинги, крупные японские корпорации не только пользовались правом иметь филиальные сети, но также экспериментировали с внутренней капитализацией подразделений: им придавался капитал, учреждались независимые советы директоров, свои балансы, наподобие индивидуальных компаний. Это была имитация холдингов.

Японский исследователь Мотосигэ Ито<sup>153</sup> установил связь этого типа промышленной организации с фазой роста отрасли и отраслевого рынка. В этой фазе предприятия рассчитывают на увеличение продаж и закрепляют отношения с поставщиками и дилерами, в том числе делая инвестиции в филиальную сеть. Когда отрасль/рынок свёртывается, то контракты расторгаются, связи сокращаются и ослабевают.

Вертикальная интеграция при помощи покупки (постройки) собственных снабженческих и сбытовых звеньев раздувает масштабы делового предприятия до неуправляемости. Но можно ли полностью вынести функции вовне, перевести их на рыночную связь? Заказами, закупками, перевозкой, страхованием может заниматься небольшая группа служащих. Никому не удаётся вынести полностью вовне все функции, не теряя особых конкурентных преимуществ компании. Технологически важные, ключевые для бренда или торговой марки узлы компания делает у себя.

<sup>152</sup> *Fruin, Mark. The Japanese Enterprise System. Competitive Strategies and Cooperative Structures. Oxford- N. Y, 1992, p. 164.*

<sup>153</sup> *Итами Хироюки, Кагоно Тадао, Ито Мотосигэ-хэн* Нихон-но кигё сисутэму, 4 Кигё то сидзё /Токио: Юхикаку, 1994. Система предпринимательства в Японии. Т.4. Фирма и рынок, с. 9.

У этой специализации есть две стороны. Одна состоит в явном нежелании компаний диверсифицировать производственную программу при помощи слияния с другими компаниями или начинать новые виды деятельности за свой счёт. Вместо этого они предпочитают диверсификацию путём создания отдельных специализированных и более или менее независимых дочерних фирм. Другая – в том, что японские компании сводят свою деятельность не просто к определённой отрасли, но к части производственного или сбытового процесса в данной отрасли и передают остальные части процесса по контрактам специализированным фирмам<sup>154</sup>.

М. Рамзейер искал ответы на вопросы, почему японские корпорации предпочитают квази-интеграцию вертикальной интеграции (под которой он понимает включение бизнеса в компанию в виде внутреннего подразделения) и почему они предпочитают неполную собственность (участие в капитале) покупке компаний целиком. Он нашёл ответы в сопоставлении японской и американской систем хозяйственного права и правоприменения.

Для эффективного контроля достаточно 40 и 50% акций. Американская фирма, покупающая контрольный пакет другой фирмы (менее 100%), почти наверняка обеспечивает себе судебный иск. Если оборот между ними будет идти по рыночным ценам, всё будет просто. Но чаще всего так не бывает. Обычно между такими фирмами идёт оборот товаров и услуг, для которых нет определённых рыночных цен. В отсутствие ясных ценовых сигналов мелкие акционеры начинают судиться по поводу якобы упущенной выгоды.

В Японии такие судебные иски не приняты. Поэтому для обретения контроля над фирмой достаточно купить контрольный пакет её акций. Это первая причина.

Вторая заключается в налоговых обязательствах, возникающих в случаях, когда фирма, поглотившая другую фирму, получает прибыль от превышения рыночной цены купленной фирмы над номиналом.

Акции купленной фирмы выкупаются у их владельцев по рыночной цене, вносятся в баланс объединённой фирмы по номиналу, а владельцы купленной фирмы получают в обмен новые акции объединённой фирмы. Стороны договариваются о цене. Если рыночная цена купленной фирмы больше, чем сумма, уплаченная за неё акционерам, у покупателя будет излишек, который с точки зрения налогового права считается обычным доходом от бизнеса. По нему надо платить 37,5% по стандартной ставке. По существу, это налог на ликвидацию купленной фирмы.

Налоговые обязательства покупателя зависят от (1) чистой цены, по которой купленная фирма пройдёт по её счетам; (2) номинала, по которому акции покупателя раздаются акционерам купленной фирмы. Если акционеры купленной фирмы получают больше, чем цена фирмы, записанная в балансе у покупателя, то последнему не придётся платить никаких налогов по этой сделке. Таким образом, фирма-покупатель имеет возможность уйти от налога. Если рыночная цена выше балансовой, а обычно курсы выше номинала на 15-30%, фирмы проводят «расщепление» акций<sup>155</sup> перед сделкой.

Рамзейер приводит данные Комиссии по справедливым сделкам. Только в одном случае из десяти совокупный капитал новой фирмы превышает сумму капиталов двух прежних; в половине случаев он меньше и в остальных 40% – не меняется. Купленная компания по условиям сделки заранее дробит свои акции, чтобы избежать первого случая<sup>156</sup>.

Издательская фирма «Тоё кэйдзай» ежегодно публикует базы данных, содержащие прямые сведения о структуре собственности каждой из корпораций биржевого круга и о

---

<sup>154</sup> Clark, R. Op. cit., p. 56.

<sup>155</sup> Stock split – увеличение или уменьшение числа простых акций компании, которое записывается в её уставе. Акционерный капитал не изменяется, меняется только номинал акций.

<sup>156</sup> Ramseyer, J. Mark. Vertical Integration in Japan. Speculation from Tax Law and Civil Procedure. Discussion Paper # 97-E-6, IMES, Bank of Japan. 1997.

составе их филиальной сети<sup>157</sup>. Полной сплошной статистики сети дочерних и зависимых предприятий не существует.

Анкетный опрос, проводимый Министерством экономики, промышленности и торговли, охватывает более широкий круг компаний. Судя по данным выборочной статистики, филиальная сеть растёт, причём за границей – быстрее, нежели внутри страны (см. таблицу 12). Львиная доля зарубежной сети – промышленные и торговые фирмы.

**Таблица 12. Филиальная сеть японских компаний (попавших в выборку)**

Годы и отрасли/ виды компаний	Всего компаний	С филиальной сетью	Филиальная сеть (число дочерних и зависимых компаний)			Доля имею-щих филиальную сеть, %	Число филиалов на 1 компанию
			всего	в Япо-нии	за грани-цей		
1991	23 776	10 905	67 615	55 616	11 999	45,9	6,2
1995	25 201	11 011	74 751	58 302	16 499	43,7	6,8
2000	26 695	11 770	76 602	57 982	18 710	44,1	6,5
2004	26 813	11 738	80 915	54 567	26 348	43,8	6,9
2005	26 114	11 485	80 961	53 223	27 338	44,0	7,0
промыш-ленность	12 990	5 992	45 842	27 205	18 637	45,6	7,7
оптовая торговля	5 747	2 904	21 650	14 325	7 325	50,5	7,5

Источник: Нихон токэй нэнкан (Японский статистический ежегодник), Токио, 1998, с. 213; 2008, с. 222.

Возможно, расширение сетей дочерних и зависимых компании шло бы быстрее, если бы Антимонопольный закон не ограничивал размеры группы относительно головной компании. Головная компания квази-холдинга не имела права вкладывать в акции других компаний средства, превышающие ее собственный акционерный капитал (если он больше 10 млрд. иен) или чистую стоимость ее активов (если они больше 30 млрд. иен)<sup>158</sup>.

Правовое регулирование отношений между головной компанией и группой опирается на Коммерческий кодекс и зависит от степени участия в капитале. Если дочерняя фирма находится в 100%-ной собственности, то головная имеет по отношению к ней максимум прав, то есть полностью присваивает ее прибыль, но и полностью отвечает по ее убыткам. Она может продать имущество дочерней по любой цене. Определение профиля деятельности такой дочерней компании в ее уставе должно соответствовать профилю деятельности головной, иначе устав не будет принят к регистрации. Управленческие полномочия такого

<sup>157</sup> Эти публикации базируются на прямой отчетности корпораций. Нефинансовые компании с капиталом более 2 млрд. иен обязаны ежегодно сообщать Комиссии по справедливым сделкам (так называется правительственная администрация, ответственная за исполнение Антимонопольного закона) о пакетах акций в их собственности, в том числе и об акциях, которыми они владеют по доверенности (ст. 11, п. 2). Комиссия по справедливым сделкам регулярно собирает и анализирует информацию о переплетении капиталов, структуре собственности и контроля в экономике страны.

<sup>158</sup> Iyori H., Uesugi A. The Antimonopoly Laws and Policies of Japan. N. Y., 1994, pp. 396-400.

филиала отличаются от прав структурного подразделения фирмы только тем, что филиал, как юридическое лицо, имеет право самостоятельно заключать сделки.

Наиболее важные решения в дочерних фирмах (решения об уставе, о назначении высших должностных лиц, о принятии балансовой отчетности) принимаются большинством в 2/3. Следовательно, пакет в 2/3 акций дает полный объем «родительских» прав. Формально, 50%-ный пакет дает головной компании возможность проводить свои решения на общем собрании акционеров дочерней компании, назначать в ее правление своих директоров-представителей и ревизоров<sup>159</sup>. Подчинение возможно и на базе меньшего участия (например, 10%), но только если акции зависимой компании достаточно распылены, что не характерно для участников вертикальной корпоративной группы.

Головная компания может распоряжаться прибылью дочерней в пределах дивидендов: переводить ее на свой баланс, реинвестировать, и т.д. Но не сверх того, иначе у дочерней компании появится основание для судебного иска о возмещении ущерба. Так закон ограждает её от «родительского» произвола. В то же время головная компания не отвечает за её убытки. Но она может ей помочь кредитом. «Спасение» дочерней фирмы, попавшей в тяжелое финансовое положение (например, предоставление ей беспроцентного кредита, дарение имущества, принятие на себя части ее издержек, списание ее долгов и пр.) допускается Коммерческим кодексом в порядке исключения<sup>160</sup>, но эти «нестандартные» сделки с дочерними фирмами должны быть зафиксированы в докладах инспекторов головной компании ее директорам.

Управление дочерней фирмой как «соломенной куклой» в Японии считается злоупотреблением и может быть наказано. Согласно имеющему силу прецедента решению Верховного суда Японии от 1969 г., компания, не делающая разницы между своими структурными подразделениями и дочерней компанией, допускает «окостенение» этой последней и обязана нести ответственность по всем её долгам.

Антимонопольный закон (ст. 2, п. 9) защищает право дочерних фирм иметь посторонние источники финансирования и на формирование производственных программ. Согласно этой статье, нельзя запрещать своему партнёру вести сделки со своими конкурентами и навязывать ему свои товары. Эти действия подпадают под юридическое определение недобросовестной торговой практики. Именно по той причине, что дочерней компании предоставлена определённая свобода манёвра, головная компания не отвечает за её убытки. Таким образом, право на сделки вне группы полностью сохраняется за участниками группы. Например, если в уставе дочерней или зависимой фирмы записывается, что она занимается страхованием или продажей недвижимости, это значит, что независимо от процента участия головной компании в её капитале эта фирма имеет право страховать, продавать, сдавать и брать в аренду имущество любого клиента – головной компании, других компаний группы и посторонних.

Антимонопольный закон (ст. 2, п. 9) запрещает продажу по ценам, отличающимся от рыночных, принуждение к сделкам, навязывание дополнительных условий, и т. д. Товарооборот (коммерческие сделки) между головной компанией и ее филиальной сетью должен вестись не по внутрифирменным, а по обычным рыночным ценам – не в пользу головной и не в ущерб дочерней. Условно-расчётные цены применяются в виде исключения. Если товар существует на рынке, то он покупается и продаётся внутри группы по рыночной цене. Если на рынке имеется аналог или заменитель, цена аналога или заменителя кладётся в основу расчёта новой цены с учётом качества и прочих условий контракта. Если ни данного товара, ни заменителя нет на рынке, то в контракт закладывается базовая себестоимость плюс некоторая прибыль, определяемая заказчиком и поставщиком в договорном порядке. Это заказы на товары, которые не продаются на открытом рынке и изготавливаются по дизайну

---

<sup>159</sup> The Commercial Code..., Article 211-2.

<sup>160</sup> The Commercial Code..., Articles 204-1, 239-1, 245-1; 343.

и спецификациям заказчиков. Именно в такой ситуации наиболее вероятно давление заказчика (или поставщика) как монополиста.

Как правило, группа связана с головной корпорацией постоянными поставками продукции и выполнением услуг: это ее снабженческо-сбытовая периферия, образующая вместе с ней единый хозяйственный комплекс. Реальный состав группы ещё шире, так как в промышленности, особенно в сборочных отраслях, нижний ярус иерархии составляют постоянные поставщики и исполнители заказов, так называемые «субподрядчики»<sup>161</sup>, не связанные с головной компанией концерна отношениями собственности. Статистика не дает возможности ни разграничить объемы поставок филиальной сети, ни установить внешние границы групп по субподрядным поставкам, так как эти последние не подчинены административному контролю головной фирмы и вообще очень подвижны.

Смысл правовой регламентации вертикальных корпоративных групп, принятой в Японии, состоит в защите конкурентной среды в экономике и пресечении ущерба, который головная компания может нанести членам своей группы как монополист. И в экономической литературе тема субподрядных отношений очень часто рассматривается под углом зрения монополии заказчика. Есть две трактовки монополии заказчика. Чаще всего она трактуется как неравноправные отношения, то есть использование заказчиком своей монополии. Реже – как закрытость, эксклюзивность этих отношений.

Давление выражается не только в невыгодных расценках, но и в других формах: заказчик может затягивать сроки оплаты, добиваться особых скидок с договорной цены, не выкупать или без основания возвращать заказанные товары, навязывать закупки, услуги, аренду помещения и пр. В 1956 г. был принят Закон о субподрядах, направленный против злоупотреблений по каждому отдельному виду контрактов. Он обязывает заказчиков точно оговаривать сферу заказов, разрабатывать стандартные контракты, согласовывать сроки и критерии проверки с исполнителями, заранее предупреждать о приостановке заказов, оплачивать срочные заказы наличными, а если предусматривается оплата векселями, то они должны быть краткосрочными.

Вопрос о распределении риска не так прост. Принято считать, что головные компании перекадывают риски делового цикла на свою филиальную сеть, но нельзя исключать возможности того, что головные компании принимают риски и страхуют своих сателлитов. У всех субподрядчиков есть гарантированный сбыт, они в известной степени ограждены от разрушительной конкуренции и могут рассчитывать на техническую помощь от заказчиков. Развивая свою специализацию, они могут уходить от монополии заказчика.

Кредитные отношения в группах строятся следующим образом. Головные компании продают свою готовую продукцию с оплатой в векселях с длительным сроком погашения и с дисконтом у банков, а покупают детали, полуфабрикаты и проч. с оплатой в более короткие сроки, кредитуя таким путём своих поставщиков. Банковский дисконт покупателям конечной продукции служит сигналом кредитоспособности поставщиков.

Головная компания располагает разнообразными инструментами принуждения, от которых нет специальной защиты (может отказать в продлении кредита, отозвать франшизу и пр.) Тем не менее, закон охраняет доступ членов группы к внешним источникам финансирования, что никогда не разрешается структурным подразделениям фирм. Дочерние и «зависимые» компании имеют право на прибыль и несут свои риски. Закон устанавливает ответственность за договорные отношения и охраняет интересы субподрядчика в

---

<sup>161</sup>Правовой статус «субподрядчика» – исполнитель договора об изготовлении изделий, комплектующих, сырья или выполнении ремонтных услуг, акционерный капитал которого меньше, чем акционерный капитал генподрядчика. Act Against Delay in Payment of Subcontract Proceeds, etc. to Subcontractors (Act №120 of June 1956), Sec. 2. Публикация Комиссии по справедливым сделкам в Интернете: <http://www.jftc.admix.go.jp/e-page/>.

вертикальной монополии. Это та нормативная база, благодаря которой рыночные связи включены в работу корпоративной группы.

Зарубежные критики указывают на закрытость субподрядных цепочек для иностранных участников, и это действительно так. Но такие закрытые долговременные отношения позволяют совместно разрабатывать детали и узлы машин, новые материалы, снижать издержки, контролировать состояние запасов и сроки поставок так, как это делают японские автомобильные компании, работающие в режиме знаменитой системы «камбан» (*just in time*).

Сбытовые цепочки – дилерские сети для продажи фирменной продукции (автомобилей, бытовой электротехники, косметических товаров и пр.) – держатся на постоянных и жёстких связях. Фирменная эксклюзивная торговля подпадает под статьи Антимонопольного закона как один из видов недобросовестной конкуренции, но Комиссия по справедливым сделкам всегда смотрела на неё сквозь пальцы. Фирменные сети сбыта возникли, пока рынки этих товаров бурно росли и были неустойчивы по структуре, но они давно уже стабильны. Фирменные автомобильные дилеры берут на реализацию не только продукцию конкурирующих японских компаний, но и иномарки. Правда, действуют они не по собственному выбору, а по решению своих головных компаний.

Японские корпоративные группы – многоотраслевые производственно-сбытовые комплексы. Вот типичные функции компаний группы и субподрядчиков: изготовление комплектующих узлов и деталей, инструмента, опытных партий изделий; проектные, конструкторские и вычислительные работы; монтаж, наладка и ремонт оборудования; лизинг и обслуживание оборудования; сбор вторичного сырья; специализированное промышленное строительство, грузовые перевозки, заводские электростанции, тепловое, складское хозяйство; сделки с недвижимостью; заводские столовые, спортивные сооружения; дилерская сбытовая сеть, гарантийное обслуживание изделий, фирменная розничная торговля.

У сравнительно небольших компаний группа обычно немногочисленна, но у крупнейших – таких, как, например, машиностроительные «Мицубиси дзюкогё», «Комацу», автомобильные «Тоёта» и «Ниссан», торговые «Мицуй буссан» или «Нитимэн» – число компаний в группе может быть 300-400. В 1997 г. рекордную численность групп показали «Сони» (986 компаний) и «Хитати» (866)<sup>162</sup>.

На практике, постоянный член группы, дочерняя «зависимая» компания или простой субподрядчик, финансируется частично головной компанией и частично – банковским кредитом под свои товарные поставки. Рабочую силу он нанимает свободно. Сырье, оборудование, материалы, комплектующие покупает у головной фирмы или на стороне. Техническую документацию может получать у заказчика, заказывать на стороне или разрабатывать самостоятельно. В последнем случае его затраты на техническую документацию оплачиваются заказчиком, но сама документация остается в его собственности и может использоваться для заключения договоров с другими партнерами. Накопив технический опыт, он может свободно выбирать заказчиков.

Есть различные варианты координации деятельности в корпоративных группах. Вот несколько примеров<sup>163</sup>. Первый – группа компаний частных железных дорог «Токио тэцудо», эксплуатирующая пригородные электрички в районе Токио-Йокогама. Группу составляют 145 компаний, в том числе дочерняя железнодорожная линия «Идзу». Три компании, занимаясь ремонтом рельсовых путей и вагонов, обслуживают железнодорожное хозяйство. Остальные – автохозяйства, автобусные линии, агентства морских и воздушных перевозок, строительство автострад, риэлтеры, таксопарки, пункты проката легковых машин,

<sup>162</sup> Нихон-но кигё гуруппу, '97, р. 1076.

<sup>163</sup> Там же, с. 794-797, 596-603. Все примеры относятся к концу 1990-х годов. (Более свежими данными автор не располагает – Е.Л.).



туристические агентства, крупный универмаг в Токио, сеть кинотеатров, гостиницы, площадки для гольфа и даже собственный зоопарк. Вся эта масса предприятий сферы услуг только обслуживает головную компанию, увеличивая пассажиропоток железной дороги. В данной группе действует лишь финансовый контроль головной компании над всей филиальной сетью.

Второй пример – группа торговой компании «Марубэни». В ней 225 компаний. Одни так иначе связаны с внешнеторговой деятельностью головной компании: они занимаются оптовой торговлей металлопрокатом, цементом, лесом, целлюлозой и бумагой, нефтепродуктами, металлорежущими станками, продовольствием. Остальные – строительные и проектные конторы, рестораны, площадки для гольфа, компании кабельного телевидения и пр. Примерно треть всей группы представляет собой самый настоящий конгломерат.

Третий пример – группа крупнейшей автомобильной компании «Тоёта дзидося», работающая в режиме самой тесной производственно-технической координации. Эта координация связывает главные сборочные конвейеры десяти заводов «Тоёты», 168 предприятий-сборщиков узлов, 47 тыс. изготовителей деталей, а также более тысячи дилеров-оптовиков и 6,5 тыс. розничных дилеров и станций техобслуживания как в Японии, так и далеко за ее пределами. Здесь действует технология централизованного контроля над движением заказов, производства и сбыта «камбан» («*just in time*» – точно в срок). Система «камбан» управляет выпуском сложного набора изделий в условиях резких недельных, месячных колебаний спроса с минимальным накоплением запасом узлов и деталей на складах и с минимальной затратой времени на переналадку оборудования. Работа системы кооперации «Тоёта» подчинена жесткому графику заводских сборочных конвейеров. Планирование производства на годовом уровне, месячные и декадные программы строятся на контрактах, в которых введен механизм корректировки наборов изделий, объемов выпуска и цен.

## 2.5. Вместо заключения. Реорганизация холдингов и близкий конец необычных вертикальных групп

В конце 1980-х годов крупнейшие промышленные корпорации Японии стали транснациональными, повторив путь европейских и американских ТНК. Инвестиции в зарубежное производство достигают 36-37% от объёма внутренних инвестиций в среднем по промышленности. От филиалов за границей корпорации получают около 10% всех прибылей – столько же, что и компании США и Европы (10-11%)<sup>164</sup>. В 2006 г. чистый доход компаний от зарубежных инвестиций превысил положительное сальдо по торговым платежам.

Разрешение финансовых холдингов – это часть крупномасштабной реорганизации японских корпораций, начатой в 1997-1998 гг. Главная причина реорганизации состоит в том, что интеграция Японии в мировую экономику уже требует, чтобы её коммерческое и акционерное право перестало отличаться от мировых стандартов. Мировая экономика очень быстро нивелирует институты, вводит единообразие и устраняет национальную специфику. Соответственно, должна быть разрешена форма группы, общепринятая в корпорациях международного класса.

Вместе с разрешением финансовых холдингов компаниям дано право обменивать акции филиалов на акции холдинга (*stock-swap*) и превращать внутренние подразделения в самостоятельные компании без сохранения доли участия в их капитале (*spin-off*).

Как показывают данные таблицы 12, в 2005 г. 33,8% дочерних и зависимых фирм находились за пределами Японии (по промышленным корпорациям – даже 40,6%). Японские компании управляют группами филиалов чаще всего по региональному принципу. В транснациональном бизнесе применяется двухъярусная форма холдинговой группы. Головная компания выступает как производственный холдинг, и ей подчиняются зарубежные «чистые» дочерние холдинги.

Крупнейшие корпорации Японии всё больше превращаются в многоотраслевые конгломераты. Иначе говоря, они ведут диверсификацию деятельности, не связывая новые направления с прежними. Связанная диверсификация опирается на многодивизиональную структуру компании. Несвязанной диверсификации больше соответствует форма холдинга. Главное преимущество «чистого» холдинга состоит в разделении управления компаниями как структурными единицами группы и управления набором видов деятельности. Холдинговая компания – стратегический центр. Не ведя производственной деятельности, она может объективнее оценивать работу всех компаний группы по финансовым критериям и эффективнее распределять ресурсы в группе.

Переход на форму «чистого» холдинга имеет и другие преимущества.

1. Холдинг лучше управляет денежными потоками.
2. Холдинг позволяет решать проблемы рисков, связанных с внешним финансированием дочерних предприятий. Это кредитные риски (головной компании приходится давать банкам гарантии по кредитам для дочерних фирм) и риски самостоятельного выхода дочерних компаний на фондовый рынок. Риски можно свести к минимуму, не давая им самостоятельного доступа к внешнему финансированию. Это гарантировано, если они в 100%-ной собственности холдинга.
3. Дочерние фирмы в 100%-ной собственности холдинга входят в его консолидированный баланс и облагаются налогом на группу как единое целое. Дивиденды же остаются внутри группы.

Мотивом реорганизации в 2000-2001 гг. стала подготовка к публикации консолидированной балансовой отчётности. Раньше головные компании групп могли скрывать свои потери и неприбыльные активы в дочерних компаниях и «не портить» свою отчётность. Теперь этого нельзя, и они избавляются от балласта. В дальнейшем переход на

---

<sup>164</sup> The Nikkei, July 21, 2008. Данные по 1638 компаниям.

новую форму организации стал средством объединения крупных компаний и обороны от недружественных поглощений. Среди самых заметных объединений под эгидой холдинга – «мегабанки» (см. часть 1), операторы универмагов «Исэтан» и «Такасима», электротехнические компании «Сони» и «Санъё», частные телевизионные компании «TBS» и «Фудзи ТВ». Холдинговую форму выбрали инвестиционный банк «Номура», газета «Никкэй» и Токийская фондовая биржа.

Практика включения дочерних компаний в листинг бирж наряду с акциями материнских компаний подверглась нападкам со стороны иностранных инвесторов. Влияние материнской компании - мажоритарного акционера на права акционеров дочерней компании недопустимо в глазах американских и европейских инвесторов. Но Токийская биржа пока не запретила эту практику.

Глобальная конкуренция заставляет японские корпорации искать пути к укрупнению, и в этом смысле форма «чистого» холдинга удобна как альтернатива слиянию. Постепенно она придет на смену «непрозрачным» вертикальным группам.

## Библиография

### На русском языке

1. Коуз, Рональд. Фирма, рынок и право. Пер. с англ., М., «Дело», 1993.
2. Кочеврин, Ю. Б. Эволюция менеджери́зма. Опыт политико-экономического анализа. М., «Наука», 1985.
3. Кочетков Г. Б. и В. Б. Супян. Корпорация: американская модель. Спб. Издательство Питер, 2005.
4. Лифман, Роберт. Фондовый капитализм. Общества для участия и финансирования. Пер. с нем. М. - Л., Госиздат, 1930.
5. Окумура Хироси. Корпоративный капитализм в Японии. Пер. с японск. М., «Наука», 1986.
6. Пигулевская Е. А. Монополии и финансовая олигархия в современной Японии . М., Наука, Главная редакция восточной литературы, 1966 г.
7. Федоровский А. Н. Феномен чэболь. Государство и крупный бизнес в Республике Корея. М., Издательский дом “Стратегия”, 2008.
8. Эдвардс, Корвин, и др. (1950 г.) Японские концерны. Пер. с англ. М., ИЛ.

### На японском языке

1. Имаи Кэнъити, Комия Рютаро (ред). Нихон-но кигё (Японская корпорация).Токио, Тодай сьуппанкай, 1989.
2. Итами Хироюки, Кагоно Тадао, Ито Мотосигэ (ред). Нихон-но кигё сисутэму, 4. Кигё то сидзё (Система предпринимательства в Японии, т. 4. Фирма и рынок). Токио, Юхикаку, 1994.
3. Нэгиси Акира (ред.). Кигё кэйрэцу то хо 2. Гэндай кэйдзай-но кодза 2 (серия «Современное хозяйственное право», т.2. Группы предприятий и право) Токио, Сансёдо, 1990.
4. Санэката Кэндзи (ред). Кигё кэцуго то хо. Гэндай кэйдзай-но кодза 3 (серия «Современное хозяйственное право», т. 3. Объединения предприятий и право) Токио, Сансёдо, 1991.
5. Симотани Масахиро, Нагасима Осаму (ред). Сэндзи Нихон кэйдзай-но кэнкю (Очерки военной экономики в Японии). Коё сёбо, 1992.
6. Уэкуса Масу. Сангё сосики рон (Промышленная организация). Токио, Тодай сьуппанкай, 1982.

### На английском языке

1. Aoki Masahiko and H.Kim (eds.). Corporate governance in transitional economies. Insider control and the role of the banks. Washington, D.C.: The World Bank, 1995.
2. Aoki Masahiko and Gary R.Saxonhouse (eds.). Finance, Governance and Competitiveness in Japan. Oxford University Press. 2000.
3. Aoki Masahiko (ed.). The Economic Analysis of the Japanese Firm North-Holland, Amsterdam etc., 1984.
4. Aoki Masahiko. Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

5. *Aoki Masahiko and Ronald Dore (eds.)*. The Japanese Firm. The Sources of Competitive Strength. Oxford University Press, 1994.
6. *Aoki Masahiko and High Patrick (eds.)*. The Japanese Main Bank System. Is Relevance for Developing and Transforming Economies. Clarendon Press, 1994.
7. *Ballon, Robert J., Iwao Tomita and Hajime Usami*. Financial Reporting in Japan. Tokyo: Kodansha International and Sophia University, 1976.
8. *Ballon, Robert J., and Iwao Tomita*. The Financial Behavior of Japanese Corporations. Tokyo: Kodansha International, 1988.
9. *Chandler, Alfred D. Jr., and Herman Daems, eds.* Managerial Hierarchies. Comparative Prospects on the Rise of the Modern Industrial Enterprise. Harvard University Press, 1980.
10. *Chandler, Alfred D. Jr.* The M-form: Industrial Groups American Style, European Economic Review, 1982.
11. *Chandler, Alfred D. Jr.* Scale and Scope. The Dynamism of Industrial Capitalism. The Belknap Press of Harvard University Press, 1990.
12. *Chandler, Alfred D. Jr.* Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise. The MIT Press, 1990.
13. *Chandler, Alfred D., Jr.* (1977) The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business. Harvard University Press, 1977.
14. *Clark, Rodney*. The Japanese Company. New Haven: Yale University Press, 1979.
15. *Daems, Herman*. The Holding Company and Corporate Control. Martinus-Nijhoff Social Science Division, Leiden-Boston. 1978.
16. *Hoshi Takeo and Anil K. Kashyap*. Corporate Financing and Governance in Japan. The Road to the Future. The MIT Press, 2001.
17. *Ide Masasuke*. Japanese Corporate Finance and International Competition. Japanese Capitalism versus American Capitalism. St. Martin's Press, 1998.
18. *Iyori Hiroshi, Uesugi Akira*. The Antimonopoly Laws and Policies of Japan. Federal Legal Publications: New York, 1994.
19. *Kester, W. Carl*. Industrial Groups as Systems of Contractual Governance. In: Oxford Review of Economic policy, 1992, vol 8, №3, pp. 24-43.
20. *Kobayashi Keiji and Hidemasa Morikawa (eds.)* Development of Managerial Enterprise. International Conference on Business History 12. The University of Tokyo Press, 1986.
21. *Fruin, Mark*. The Japanese Enterprise System. Competitive Strategies and Cooperative Structures. Oxford University Press, 1992.
22. *Mathias, Peter, and M. M. Postan (eds.)*. The Cambridge Economic History of Europe, vol. VII. The Industrial Economies. Cambridge University Press, 1978.
23. *Matsumoto Koji*. The Rise of the Japanese Corporate System Kegan Paul International, 1991.
24. *Miwa Yoshiro*. Firms and Industrial Organization in Japan. Macmillan, 1996.
25. *Miwa Yoshiro and J. Mark Ramseyer*. The Fable of the Keuretsu. Urban Legends of the Japanese Economy. The University of Chicago Press, 2006.
26. *Morikawa Hidemasa* Zaibatsu. The Rise and Fall of Family Enterprise Groups in Japan. The University of Tokyo Press, 1992.
27. *Scher, Mark J.* Japanese Interfirm Networks and Their Main Banks. St. Martin's Press, 1997.

28. *Shiba Takao and Masahiro Shimotani, eds.* Beyond the Firm. Business Groups in International and Historical Perspective. Oxford University Press, 1997.
29. *Tachibanaki Toshiaki (ed.)*. Who Owns the Japanese Business? Management and Motivation of the Firm. Edward Elgar, 1998.
30. *Williamson, Oliver E.* Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications. The Free Press, 1975.