

*А.А. Блохин,
С.Т. Стерник*

**ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ РЕНТА
КАК НЕРЫНОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

https://doi.org/10.29003/m808.sp_ief_ras2019/7-26

Введение. Увеличение или уменьшение масштабов бизнеса происходит в самых разных экономических условиях. В первом основополагающем докладе Римскому клубу «Пределы роста» (англ. The Limits to Growth) в 1972 г. было показано, что даже в состоянии устойчивого развития существуют естественные механизмы «расслоения» бизнеса по размерам [1]. Крупные могут больше инвестировать в свое развитие и становятся еще крупнее. Средние и малые отстают от них и разрыв усиливается. Чем крупнее бизнес, тем при прочих равных условиях, у него больше шансов выиграть конкуренцию за ресурсы по сравнению с другими и получить в свое распоряжение большую долю экономических активов и их более качественную часть (разделение ресурсов на качественные и массовые предложено Ю.В. Яременко в работах [2; 3]. В «запущенном» виде такие процессы доходят до создания монополий и олигополий, консервирующих структуру потребляемых ресурсов и характер взаимодействия между субъектами экономики.

Подобные механизмы проявляются в периоды высоких темпов экономического роста с еще большей силой, чем в устойчивом режиме. Именно отрасли и компании – драйверы экономического роста, как правило, превращаются в крупный национальный бизнес. Однако, при замедлении роста возникают другие проблемы. Высокая инерция потребления ресурсов крупным бизнесом ведет к тому, что в этот период средний и малый бизнес испытывают больший дефицит ресурсов, чем крупный и получают худшие условия для своего существования и последующего роста.

Пределы увеличения масштабов бизнеса сказываются либо при достижении крупными компаниями границ рынков, проявляющихся в насыщении спроса, вытеснении ранее лидировавших компаний с их позиций из-за ускоренного развития других участников рынка (например, получающих технологические преимущества), либо при наступлении системных кризисов.

Классическое представление об увеличении или уменьшении масштабов бизнеса и их роли в воспроизводственных процессах должно быть существенно модифицировано при учете институциональных факторов и ограничений. Институты могут существенно ограничивать либо усиливать эффекты масштаба и тенденции укрупнения бизнеса. Они способны повысить инерцию и надолго закрепить схемы взаимодействия крупного, среднего и малого бизнеса и, наоборот, «взломать» сложившиеся стереотипы отношений между ними.

Такие взаимодействия между рыночными и институциональными факторами проявления эффектов масштаба и тенденций укрупнения бизнеса до настоящего времени изучены весьма слабо. В них отсутствует линейность и даже монотонные функции. Тренды складываются из последовательностей неожиданных ответных «ходов» участников процесса экономического развития: индивидов, хозяйствующих субъектов, банковской системы, финансового капитала, государств, глобальных структур с плохо предсказуемыми точками бифуркаций в их поведении. Неудовлетворенность разработанными теориями подталкивает исследователей к поиску нового прогнозно-аналитического инструментария.

Эффект масштаба – это сложное интегративное явление. В широком смысле он представляет собой результат влияния, которое оказывает на эффективность деятельности фирмы вариация как внутреннего по отношению к ней – ее собственного – масштаба производства, так и внешнего – суммарного масштаба производства ее конкурентов, всех остальных фирм, действующих в той же отрасли. Коротко говоря, принятие решения об укрупнении производства будет обоснованным, если комбинированный выпуск одной фирмы больше возможного выпуска нескольких фирм, производящих те же изделия по отдельности.

Понимание внешней экономии как выгоды, зависящей от общего развития отраслевого производства, и обусловленной его концентрацией в определенном географическом регионе, а также рыночной структурой совершенной конкуренции, возникло в рамках неоклассической теории в работах А. Маршалла [4, с. 265-325]. Маршаллианская идея внешней экономии легла в основу:

- теории международной торговли П. Кругмана, в рамках которой с помощью существования крупной внешней экономии он обосновал основные направления межотраслевой торговли, а также исторически сложившуюся международную специализацию стран на товарах, по которым они не обладают преимуществами в ресурсах [5, с. 112-143];
- новой экономической географии, где П. Кругман, благодаря логике внешней экономии, объяснил, каким образом страна оказывается разделенной на промышленный центр и сельскохозяйственную периферию [6];
- теории международной конкуренции М. Портера, согласно которой существование внешней экономии поддерживает преимущества географической близости соперников, оказывающее положительное влияние на эффективность и специализацию производства, совершенствование производственных процессов и создание инноваций. С помощью внешней экономии М. Портер пояснил географическую концентрацию конкурентоспособных отраслей [7].

Ряд российских авторов (Р. Гринберг, А. Рубинштейн, Л. Евстигнеева, Р. Евстигнеев и др. [8]) приходят к выводу, что синтез классики и институционализма способен реализоваться в рамках новой научной парадигмы – экономической синергетики как науки о саморазвитии сложных иерархических систем. Это касается любого формата укрупнения экономических агентов (слияния, объединения, вертикального и горизонтального интегрирования, кластеризации и так далее), которое часто позволяет достичь синергетического эффекта. Данный эффект заключается в том, что при объединении два фактора вместе создают больший эффект, чем сумма двух ранее независимых составляющих. Иными словами, в результате укрупнения вновь образовавшаяся экономическая

система, оказывается существенно более эффективной и сильной, чем ранее независимые ее части.

Авторами настоящей работы предлагается подход к научному разделению отработанного в классической экономической теории понятия положительного эффекта масштаба как важного, но не единственного механизма синергетического эффекта (в понимании приведенных выше авторов) и выделения из него части эффекта, присваиваемого участниками синергетического кластера не в равной мере, а преимущественно теми, за кем возможность присвоения закреплена институционально.

Определение и теоретическое обоснование понятия «институциональная рента» в сравнении с понятием «эффект масштаба». Сформулируем в контексте вышеизложенного два важных сравниваемых в настоящей работе понятия.

Положительный эффект масштаба – часть финансового результата, обусловленная конкурентным преимуществом за счет размера бизнеса (может проявляться в виде комплексной экономии удельных затрат, доступа к лучшим ресурсам и условиям деятельности, косвенного влияния на решения регуляторов рынка и непосредственно в виде институционально закрепленного конкурентного преимущества).

Институциональная рента – часть финансового результата, обусловленная институционально закрепленным конкурентным преимуществом.

В обоих случаях речь идет о части удельного финансового результата (т.е. характеризующего рентабельность), превышающей среднюю по рынку, локации, сегменту, кластеру и т.п.

При этом институциональная рента как экономическое явление формально может как являться, так и не являться следствием (и составной частью) именно эффекта масштаба. Условием является не масштаб бизнеса, а только институциональное закрепление конкурентного преимущества. Вместе с тем можно сформулировать очевидный вывод: объективной закономерностью рыночной экономики является стремление (и появление возможности) крупнейших ее участников институционально закрепить конкурентные преимущества, обусловленные положительным эффектом масштаба бизнеса.

В научном докладе [9] показано, что расслоение бизнеса по размерам сопровождается разграничением их уровней институциональными барьерами. Крупный бизнес «инвестирует» свои средства и усилия в лоббистскую поддержку нужных для себя законов, создает другие отличия институциональных условий по сравнению со средним и малым бизнесом.

Можно провести прямую параллель с определением крупного бизнеса, данным Я. Галухиной и Я. Паппэ в [10]: содержательный критерий отнесения той или иной структуры к крупному бизнесу – это способность изменять экономические институты (правила игры) в сфере своей деятельности. Оговоримся при этом, что при таком определении нужно как-то различать структурообразующие институты и прочие, поскольку определенное влияние на институты оказывают даже средний и малый бизнес через свои ассоциации либо – через отдельных заинтересованных политиков.

Таким образом институциональные барьеры представляют собой границу действия определенных институциональных условий – доступных для одних бизнесов и недоступных для других. Преодоление такого барьера становится для компаний либо невозможным, либо очень затратным. В работе показано, что такие институциональные факторы как близость к государству и доступность дешевого зарубежного финансирования (в силу «встроенности» бизнеса в зарубежную институциональную среду) привели в период с начала 2000-х годов по настоящее время к расслоению российского бизнеса на три уровня – крупнейших экспортных и околосударственных компаний, крупных компаний-лидеров отраслевых и региональных рынков и всех остальных компаний. Показано, что эти уровни разделены институциональными барьерами, ведущими к перетоку институциональной ренты от нижних уровней к верхним. Предложено называть эти уровни соответственно: альфа-бизнес, бета-бизнес, гамма-бизнес.

Различия институциональных условий для бизнесов проявляются многими способами. Они могут быть связаны с законодательными ограничениями либо льготами и разрешениями, с попаданием компаний в черные списки или, наоборот в перечни vip-клиентов, с участием компаний в различных бизнес-

ассоциациях, а также с организационной сложностью самих компаний. Такие различия ведут к появлению институциональной ренты, присваиваемой компаниями, находящимися в лучших институциональных условиях. Аналогично любой другой ренте, она формируется как часть цены товара, продаваемого компанией, обусловленная лучшими институциональными условиями по сравнению с другими компаниями. Зачастую выделить такую часть в чистом виде очень сложно, так как рыночные и институциональные факторы тесно переплетены.

Отрицательные эффекты масштаба могут быть не только внутренними, но и внешними. Так, Н. Флигстин, обсуждая тему архитектуры рынков, утверждает, что лидеры рынка формируют своеобразную концепцию контроля рынка и препятствуют росту компаний-претендентов, стремящихся потеснить их на этом рынке [11].

Как видно из описания внутренних и внешних, положительных и отрицательных эффектов масштаба, в них сильно переплетаются рыночные, технологические и институциональные факторы. В силу этого задача выделения и оценки эффектов именно институциональной ренты в эффектах масштаба не имеет простых решений. Тем не менее, вклад такого фактора в экономические показатели может быть значительным, поэтому необходимы подходы к ее решению – хотя бы приблизительные и/или для локальных ситуаций.

Институциональные различия в экономике возникают всегда, когда происходит вмешательство в условия ведения бизнеса со стороны государства или вводятся санкции со стороны зарубежных стран, правила поведения бизнесу начинают диктовать политики, общественные организации, церковь, СМИ, ассоциации бизнеса, когда выстраиваются сложные организационные структуры в самом бизнесе и он сам начинает перестраивать привычные бизнес-модели. Правила поведения сложных организаций могут отличаться от конкурентов именно благодаря, например, более гибкой системе принятия решений. Поэтому они действуют в иных, чем конкуренты институциональных условиях.

Каждый закон или организационное решение создают разницу институциональных условий на микроуровне. Кто-то от этого регулирования выигрывает, кто-то проигрывает. Сумма выиг-

рышей – объем институциональной ренты. Каждое новое различие создает отдельный большой или маленький поток институциональной ренты на микроуровне. В совокупности такие различия множественны, разнонаправлены, хаотичны. Они не суммируются, а накладываются, создавая «турбулентные», встречные потоки и взаимно гася либо поддерживая энергию друг друга.

Прикладные аспекты применения понятия «институциональная рента в экономическом анализе. Близкое понимание эффектов принятия отдельных законов сформировано в процедурах оценки регулирующего воздействия (ОРВ). Как указано на портале Минэкономразвития России [12], «институт оценки регулирующего воздействия позволяет подойти системно к процессам введения, изменения и отмены правовых норм, регулирующих экономическую деятельность, и обеспечить, как следствие, существенное повышение качества регулирования и предсказуемости и обоснованности возможных изменений в нормативно-правовой базе экономической деятельности. Важным элементом процедуры ОРВ является проведение публичных консультаций с заинтересованными сторонами, которое позволяет выявить позиции заинтересованных сторон, сделать процесс рассмотрения интересов всех затрагиваемых новым регулированием групп прозрачным, обеспечить свободное заявление и возможность учета данных интересов.

Ключевые цели проведения процедуры ОРВ:

- рассчитать выгоды и издержки субъектов предпринимательской и иной деятельности, других заинтересованных лиц, связанные с оплатой прямо установленных регулированием платежей, так и с прочими организационными расходами по выполнению вновь вводимых требований, включающими затраты трудового времени сотрудников, необходимые материалы, а также затраты на консультации и обучение;
- оценить воздействие регулирования на деловой климат и инвестиционную привлекательность страны или региона, конкуренцию и структуру рынков;
- обеспечить выбор наиболее эффективного варианта решения проблем;

- снизить риски, связанные с ведением нового регулирования и повысить доверие граждан и бизнеса к принимаемым государством решениям».

Такие процедуры имеют прикладной характер и обычно используются для оценки зон возникновения коррупционных рисков, но, по сути, эксперты, участвующие в них, должны выявить все выигрыши и проигрыши экономических субъектов, вызванных законодательством, принятым к экспертизе. В этом смысле они готовят материал, который можно использовать для оценок институциональной ренты в каждом конкретном случае ее оценки на микроуровне. Все это означает, что оценки институциональной ренты на микроуровне возможны, методически «обкатаны», и общая «карта» трудна в построении только из-за высокого количества «микротоков» институциональной ренты и проблем их сведения в интегрированную картину.

Получается, что в развитой, регулируемой экономике всегда присутствует большая (или просто заметная) часть экономического оборота, подчиняющаяся не экономическим, а иным законам. Эта часть и есть – оборот институциональной ренты. Оценка его объема и доли в ВВП – отдельная задача. В авторитарных экономиках доля зарегулированного оборота выше, в рыночных – ниже. «Оптимальная» доля не известна, она зависит от очень многих факторов, связанных с различными конкретно-историческими особенностями развития каждой страны.

Оборот институциональной ренты в экономике является антиподом естественного экономического оборота и естественного экономического роста, так как замещает часть маржи обычных участников рынка, не обладающих институционально закрепленным конкурентным преимуществом. В этом смысле доля оборота институциональной ренты в каждом рынке, сегменте, отрасли, локации, кластере является важнейшим прогностическим критерием развития и нуждается в серьезном комплексном исследовании как самостоятельная экономическая категория. Роль государственного регулирования и структур, меняющих правила ведения бизнеса, никто с этой точки зрения не оценивал. Обычно констатируются необходимость государственного вмешательства для исправления «провалов рынка», понятие о которых было введено еще Джо-

ном Миллем в работе 1848 г. «Принципы политической экономики» [13]). В современной российской науке значительный вклад в развитие данной научной проблемы внесен Л.И. Якобсоном [14], согласно которому «фиаско рынка (провал рынка, несостоятельность рынка, изъясн рынка) – это такая рыночная ситуация, при которой равновесие на рынке не является эффективным по Парето, т.е. механизм рыночного регулирования, «невидимая рука рынка», не срабатывает (например, загрязнение окружающей среды, восстановление почвы после добычи полезных ископаемых). Таким образом, «провалы» (фиаско) обычно подразумевают необходимость административного регулирования экономики и экономических отношений с целью сглаживания или устранения негативных последствий от действия рыночного механизма. Другими словами, «провалы» (фиаско) рынка — это случаи, когда рынок оказывается не в состоянии обеспечить эффективное использование ресурсов в рыночной экономике. Выделяют четыре типа неэффективных ситуаций, свидетельствующих о «провалах» рынка: монополия; несовершенная (асимметричная) информация; внешние эффекты и общественные блага».

Однако стоимостные показатели провалов рынка, изменения объемов и структуры стоимостных потоков, вызванных таким вмешательством, соотношение необходимого и реализованного регулирующего воздействия не анализируются. Подобные подходы не выработаны, постановки таких задач – отсутствуют.

Таким образом, существуют разные варианты институциональных различий – по их значимости для экономики, распространенности, устойчивости, степени и содержанию различий. Соответственно различными будут объемы и интенсивность соответствующих им потоков институциональной ренты. При этом могут быть сформулированы как минимум два класса задач оценки институциональной ренты и предложены соответствующие подходы к их решению:

1. Оценка институциональной ренты по значимым институциональным различиям. Так, важные особенности оборота институциональной ренты показаны в научном докладе [9]. В нем выявлены две группы значимых для всей российской экономики институциональных различий – близость к государст-

ву и доступ к зарубежному дешевому финансированию благодаря присутствию крупных отечественных компаний-экспортеров в зарубежном институциональном пространстве. Эти различия затронули ключевые сферы российского бизнеса и, как уже отмечалось выше, за последние 15-20 лет привели к расслоению экономики на три уровня – соответственно включающих крупнейшие компании-экспортеры и государственные корпорации, крупные компании-лидеры отраслевых и региональных рынков и все остальные компании. Лучшие институциональные условия у компаний первого уровня по сравнению со вторым и компаний второго уровня по сравнению с третьим привели, с одной стороны, к значимым потокам институциональной ренты от более низких уровней к более высоким, а с другой, – к компенсационным потокам от верхних уровней к нижним, созданным определенными мерами государственного регулирования. В работе предложен подход к выделению каналов институциональной ренты, связанной с указанными группами институциональных различий и к количественной оценке ее объемов. Имея общее описание расслоения бизнеса по уровням, в зависимости от указанных двух групп институциональных факторов, можно далее детализировать задачу и решать ее для отдельных отраслей, рынков, секторов российской экономики. Условно такой тип задач можно назвать Оценка институциональной ренты «сверху-вниз». Недостатком такого класса задач является определенный субъективизм в выборе групп институциональных факторов, разделяющих компании по уровням.

2. Оценка институциональной ренты по массовым, типовым регулярным институциональным изменениям. Данный тип задач можно назвать оценкой институциональной ренты «снизу-вверх». От установления подходов к определению институциональных различий, вызванных отдельным законодательным или иным институциональным решением на микроуровне до введения типологии различий и правил объединения множественных, и часто – разнонаправленных регулирующих воздействий в единую «карту» потоков институциональной ренты в экономике. Здесь относительная простота оценок на микроуровне сопровождается сложнейшими трудностями сведения микрооценок к макроуровню.

Тем не менее, данный подход для второго класса задач необходимо развивать. Покажем на конкретном модельном примере возможность получения количественных оценок и содержательных интерпретаций оценки институциональной ренты на микроуровне.

Количественный анализ институциональной ренты на примере участника одного сегмента одного регионального рынка одной отрасли. Рассмотрим крупное институциональное решение – принятие законодательных изменений к 214-ФЗ [15], затрагивающее граждан, приобретающих жильё, застройщиков, банки, государство (преимущественно в лице региональных органов исполнительной власти) и некоторых других, менее значимых участников (риэлторов, консультантов, оценщиков и экспертов рынка, и др.).

Уровень процентных ставок (в широком смысле) является одним из важнейших параметров в экономической и финансовой науке. На микроуровне этот индикатор проявляется через требуемую доходность для различных источников финансирования, а также на весь инвестированный капитал (модель WACC). С полученной стоимостью капитала затем сравнивается доходность различных инвестиционных проектов: чем выше требуемый инвесторами уровень доходности, тем меньшее количество инвестиционных проектов будут соответствовать правилу $NPV > 0$ (а значит будут реализованы). Как результат – снижение экономической активности на макроуровне.

Для собственников компаний при этом сокращение числа инвестиционных проектов означает меньше возможностей для создания экономической добавленной стоимости. Однако менеджмент имеет возможность привлекать фондирование из так называемых «альтернативных» источников, стоимость которых менее зависима от конъюнктуры на финансовых рынках. Их набор определяется сферой деятельности организации, нормативными документами, регламентирующими отрасль, а также деловым обычаем.

Большая длительность производственного цикла строительных компаний обуславливает необходимость привлечения долгосрочного финансирования не только для инвестиционной, но и для текущей деятельности. Эта потребность в сово-

купности с возможностью продажи недостроенных объектов (на стадии так называемого «котлована») дало развиваться особому «альтернативному» механизму фондирования – договорам долевого участия (ДДУ) между двумя сторонами: дольщиком (покупателем) и застройщиком (продавцом). Необходимо отметить, что текущий финансовый оборот ДДУ по состоянию на I кв. 2019 г. мы оцениваем в 6,7 трлн. руб.

Данный механизм с экономической точки зрения похож одновременно на предоплату и на долговой капитал. С первым его роднит формирование обязательства в натуральном выражении (купленная квартира, после сдачи дома в эксплуатацию), со вторым – определенная стоимость этого источника фондирования: покупая объект на ранних стадиях строительства, дольщик платит за него сумму, которая ощутимо меньше стоимости сравнимой квартиры в готовом доме.

Рассчитанная авторами стоимость фондирования через договоры ДДУ на развитых рынках РФ (в столичных и крупных городах экономически благополучных регионов) равна 12,2% и, несмотря на это, больше половины рынка находится в предбанкротном и банкротном состоянии.

При этом стоимость заемного финансирования крупнейших компаний-застройщиков жилья уже находится на уровнях на 20-30% ниже, чем стоимость фондирования через ДДУ.

В приведённом случае часть потоков может уже трактоваться как институциональная рента. Так, в зависимости от того, как оценивать факт покупки жилья по договорам ДДУ – долговое финансирование либо предоплата можно считать, что застройщики присвоили себе банковский процент, беря деньги в долг у населения (и давая ему скидку к цене при покупке на стадии строительства), а также процент за использование средств. Эти доходы получены благодаря институциональным преимуществам застройщика и должны расцениваться как институциональная рента.

В случае, если договоры ДДУ можно трактовать как предоплату, то доход сверх обещанного срока завершения объекта является институциональной рентой поскольку отсутствовали институты защиты прав дольщиков в подобных ситуациях. Банк, беря деньги у клиентов на срок, устанавливает такие га-

рантии (а государство их определяет и контролирует) и закладывает в процент риски несвоевременной выплаты. Иначе клиент не принесёт деньги в этот банк.

Итак, в обоих случаях застройщик получает институциональную ренту. Вопрос в том, как определить её величину.

Значительная часть средств по ДДУ шла на естественные расходы – строительные материалы, зарплату рабочим, налоги, «нормальный» для экономики уровень прибыли застройщика и проч. Условная прибыль проекта (по МСФО) сверх нормального среднерыночного уровня в 15-20% вероятно составляла институциональную ренту, получаемую застройщиком по описанным выше каналам. Её величину можно оценить в 10-15%.

С принятием новых правил регулирования по 214-ФЗ ситуация с потоками средств между участниками жилищного рынка начала заметно меняться и по завершении переходных процессов должна измениться ещё сильнее. В статье [16] нами показано, что устанавливаемая система отношений на данном рынке будет трансформироваться в пользу крупных застройщиков и в ещё большей степени в пользу крупных банков, включённых в список ЦБ в качестве уполномоченных по ведению эскроу-счетов.

Население получает большие гарантии выполнения обязательств в заявленные сроки, но взамен – повышение стоимости приобретаемого жилья, поскольку застройщики будут повышать цены.

В отличие от основной массы застройщиков, проигрывающих в данной ситуации, некоторые, самые крупные из них, могут оказаться в серьёзном выигрыше. Вытесняя с рынка средних и мелких, они получают дополнительные ресурсы финансирования и это – институциональное преимущество, влекущее возможность получения институциональной ренты.

Механизмы расширения финансирования возможны разные. Как правило, они работают именно для крупных компаний. Один из них – выпуск ценных бумаг второго эшелона для совершения при участии банков-партнеров специфических операций РЕПО с плечом описан нами в [17]. Там же показано, что крупные игроки этого рынка получают определенные институциональные преимущества и – соответственно – институциональную ренту. Однако крупные застройщики и банки смогут воспользоваться более широким веером инструмен-

тов привлечения финансирования. Такие процессы в последнее время уже начались.

Ниже покажем некоторые примеры инструментов долгового финансирования, которые уже сейчас используются российскими публичными компаниями-застройщиками.

В результате реализации политики Группы компаний ПИК (1-е место по объемам текущего строительства и ввода жилья за 2018 г., включает 20 застройщиков-носителей брэнда в регионах РФ) по отказу от обеспеченных долговых обязательств в пользу необеспеченных, 85,7% заемного капитала на конец 2018 г. занимали облигации [18]. Самый крупный выпуск был размещен на бирже в августе 2016 г., объем эмиссии составил 25 млрд. руб., дата погашения – 24.07.2026 г., текущая доходность к погашению – 9,97% годовых [19]. По более коротким выпускам доходность составляет от 9,2 до 9,6%.

В Группе компаний ЛСР (2-е место по объемам текущего строительства и ввода жилья за 2018 г., включает 5 застройщиков-носителей брэнда в 4-х регионах РФ) основную часть заемных средств составляют обеспеченные и необеспеченные банковские кредиты (на конец 2018 г. – 39,5 и 43,1% соответственно), при этом ставка по обеспеченным обязательствам составляет 8,2-10%, по необеспеченным – 7,5-10,75% [20].

Рассмотрим подробнее объемы и ставки привлеченного финансирования Группы ЛСР, основанной в 1994 г. в Санкт-Петербурге, поскольку к концу первого квартала 2019 г. она победила в длительной конкурентной борьбе с Группой ПИК на фондовом рынке и заняла достойное место в пятерке лидеров рейтинга БКС российских голубых фишек по дивидендной доходности [21].

Основные производственные результаты Группы ЛСР за I кв. 2019 г. [21]:

- Стоимость заключенных новых договоров выросла на 22% год к году, достигнув 19 млрд. руб., объем составил 187 тыс. кв. м, средняя цена реализованной недвижимости выросла на 20% год к году и составила 113 тыс. руб. за кв. м, доля заключенных контрактов с участием ипотечных средств составила 49% по сравнению с 54% в первом квартале 2018 г.;

- Введено в эксплуатацию 40 тыс. кв. м чистой продаваемой площади, что на 160% превышает аналогичный период прошлого года, (и графики проектов), объем площадей, выведенных в продажу, составил 194 тыс. кв. м (рост на 39% год к году);
- Устойчивый рост на 90% по сравнению с 1 кв. 2018 г. продемонстрировали продажи в Москве благодаря флагманскому проекту «ЗИЛАРТ» (+86%). В то же время продажи в Санкт-Петербурге выросли на 2% в годовом исчислении за счет более высокого спроса на элитный комплекс «Русский дом» (+61% год к году), а также ЖК «Цивилизация» (+52% год к году) и ЖК «Новая Охта» (+125% год к году);
- Рост также продемонстрировал сегмент строительных материалов компании: объемы реализации товарного бетона и кирпича выросли на 14 и 17% год к году соответственно.

Основные результаты деятельности Группы ЛСР на финансовом рынке за апрель 2019 г. [19]:

- 2 апреля 2019 г. произведена выплата дохода в размере 112 200 000 руб. (9% годовых или 22,44 руб. на одну биржевую облигацию) по шестому купону облигационного займа, размещенного 3 октября 2017 г. (количество ценных бумаг выпуска составляет 5 млн. шт. Срок обращения бумаг выпуска составляет 1820 дней и разделен на 20 купонных периодов);
- 3 апреля 2019 г. Solneau Limited («Продавец»), компания, контролируемая г-ном Андреем Молчановым (Председатель Совета директоров и крупнейший акционер Группы ЛСР), заключила сделку по продаже 10 миллионов обыкновенных акций ЛСР («Продаваемые акции»), номинированных в российских рублях и котируемых на Московской бирже («Продажа») по цене 580 руб. за одну Продаваемую акцию («Цена размещения») (для покупателей, изъявивших желание оплатить в долларах США, цена за одну Продаваемую акцию будет составлять 8,8587 долл. США на основании официального курса Центрального банка России на 3 апреля 2019 г. в размере

1 долл. США = 65,4726 руб.). Продаваемые акции составляют 9,71% уставного капитала ЛСР. В результате высокого спроса со стороны инвесторов и с целью обеспечения большей ликвидности акций изначальная цель Продавца по продаже 5,7 миллионов обыкновенных акций была увеличена до 10 миллионов. Исходя из Цены размещения, Продавец получит валовую выручку от Продажи в размере около 5,8 млрд. руб. Сама Группа ЛСР не получит каких-либо поступлений от Продажи акций. Совместными глобальными координаторами и Совместными букраннерами в связи с Продажей являются J.P. Morgan Securities plc и VTB Capital plc («Менеджеры»). После завершения сделки по Продаже совокупная доля г-на Андрея Молчанова в уставном капитале Компании будет составлять около 50,33%. Соответственно, доля акций Компании, находящихся в свободном обращении, увеличится примерно до 41,57%;

- 24 апреля 2019 г. ПАО «Группа ЛСР» в полном объеме (в размере 120 300 000 руб.) произвело выплату дохода по восьмому купону облигационного займа, размещенного 26 апреля 2017 г. (процентная ставка 9,65% годовых, или 24,06 руб. на одну биржевую облигацию, количество ценных бумаг выпуска 5 млн. шт., срок обращения 1820 дней разделен на 20 купонных периодов).

Несмотря на текущие успехи ЛСР на фондовом рынке, для строительного бизнеса сейчас важна концентрация на дешевом жилье. В этом плане ЛСР немного проигрывает группе ПИК, бизнес-модель которого лучше адаптирована к структуре спроса на российском рынке. Если ПИК продает индустриальный эконом-класс с отделкой, то ЛСР сосредоточена на более дорогом сегменте, и именно вокруг ПИК будет идти консолидация строительного бизнеса в ближайшие три года.

Необходимо подчеркнуть, что основное влияние на рост выручки оказал переход на новые стандарты отчетности МСФО-15. По новым стандартам выручка учитывает все проданные квартиры: как те, что находятся в домах, сданных в эксплуатацию, так и те, что пока не построены. Ранее выручка признавалась только за проданные квартиры в домах, введен-

ных в эксплуатацию. Например, в январе-июне 2018 г. ввод жилья группой ЛСР сократился на 44% год к году, и по старым стандартам это было бы причиной пропорционального снижения выручки.

Конечно, ПИК и ЛСР основные и лидирующие, но не единственные эмитенты ценных бумаг застройщиков многоквартирного жилья в ломбардном списке ЦБ. В том числе среди них имеются и дефолтные эмитенты, что не трудно увидеть в биржевых листингах [18]. Сплошное исследование данного сегмента фондового рынка не является непосредственной задачей настоящей работы, но в качестве еще одного иллюстрирующего примера можно привести Группу компаний Эталон (седьмое место по объемам ввода за 2018 г., включает 5 застройщиков-носителей брэнда в 3-х регионах РФ), которая также проводит политику по сокращению кредитов с залогами в структуре долга, в отчетности за 2018 г. на них приходится менее 8%. Остальное распределено поровну между траншами корпоративных облигаций и необеспеченным банковским кредитованием. Ставки по таким инструментам также находятся в пределах 8,7-10,1% [22].

Приведенный пример в явном виде демонстрирует механизм тройного институционального закрепления конкурентных преимуществ выборочных лидеров рынка:

- доступ к фондированию на финансовых рынках (ограниченный барьерами формализации статуса ПАО – эмитента ценных бумаг, включаемых в ломбардный список ЦБ);
- раздувание фиктивной кредитоспособности (и масштаба фондирования) эмитентов за счет перехода на МСФО и включения в выручку (и в расчет прибыли) денежных потоков, которые в реальности являются обязательствами (инвестиционными заемными средствами);
- одновременное ограничение доступа к фондированию за счет ДДУ остальных участников рынка путем изменения правил регулирования по 214-ФЗ.

Как видно из изложенного, реформа, связанная с 214-ФЗ ведёт одновременно к укрупнению застройщиков, формированию у них новых инструментов финансирования, что ещё больше усиливает переток институциональной ренты от мел-

ких и средних застройщиков и банков к крупным банкам и крупным застройщикам.

Таким образом, на вышеприведенном отраслевом примере показано, что институциональная рента становится мощным фактором усиления эффектов масштаба в экономике. Чем больше масштаб бизнеса, тем больше у него возможность влиять на законодательство и создавать новые организационные структуры и усиливать институциональные различия, получая больше и больше институциональной ренты. Ее использование ведет к еще большему эффекту масштаба и новым возможностям как экономическим, так и институциональным для развития бизнеса. Эффект масштаба влияет на возможность появления институциональной ренты, а институциональная рента придает больший масштаб бизнесу.

Выводы:

1. Объективной закономерностью рыночной экономики является стремление (и появление возможности) крупнейших ее участников институционально закрепить конкурентные преимущества, обусловленные положительным эффектом масштаба бизнеса (включающим комплексную экономию удельных затрат, доступ к лучшим ресурсам и условиям деятельности, влияние на решения регуляторов рынка). В России это проявилось в формировании многоуровневой иерархии, в которой институциональные преимущества крупнейшего бизнеса позволяют ему получать институциональную ренту за счет остальных участников экономики.

2. Институциональная рента – часть финансового результата, обусловленная институционально закрепленным конкурентным преимуществом. Формально может как являться, так и не являться следствием (и составной частью) именно положительного эффекта масштаба. Условием ее возникновения является не масштаб бизнеса, а только институциональное закрепление конкурентного преимущества. Но рост масштаба мультиплицирует институциональную ренту – и это одно из заметных явлений в экономике.

3. В рыночной экономике присутствует часть экономического оборота, подчиненная не экономическим законам открытого конкурентного рынка, а институционально закрепленным экономическим интересам (оборот институциональной ренты). В более авто-

ритарных экономиках эта часть выше. Вопросы о доле или объеме такого оборота, влиянии на экономический рост, возможности сокращения или увеличения, а также структурной трансформации – складываются в одну из важных научных задач.

4. Примеры расчета отдельных выявленных случаев и потоков институциональной ренты показывают, что они значимы по объему и доле в соответствующих стоимостных показателях и не могут игнорироваться при оценке факторов экономической динамики и укрупнения бизнеса.

5. Оценка объемов институциональной ренты возможна как «снизу-вверх» (комплексные оценки регулирующего воздействия на микроуровне для конкретного институционального решения), так и «сверху-вниз» (исходя из описания устоявшихся каналов движения институциональной ренты на макроуровне).

6. Актуальным междисциплинарным научным направлением является комплексный отраслевой, региональный и кластерный экономико-правовой анализ оборота институциональной ренты в национальной экономике и прогнозирование его влияния на макроэкономическую динамику, социально-экономическое развитие и экономическую безопасность страны.

7. Важной практической народнохозяйственной задачей является разработка методов финансового анализа, оценки стоимости бизнеса и прогнозирования капитализации рынков с учетом фактора институциональной ренты.

Литература и информационные источники

1. Донелла Медоуз, Йорген Рандерс, Деннис Медоуз. *Пределы роста. 30 лет спустя* / Пер. с англ. Д. Медоуз. М.: ИКЦ «Академкнига», 2007. 342 с.
2. Яременко Ю.В. *Структурные изменения в социалистической экономике*. М.: Мысль, 1981.
3. Яременко Ю.В. *Теория и методология исследования многоуровневой экономики*. М.: Наука, 1997.
4. Маршалл А. *Основы экономической науки*. М.: Эксмо, 2007. С. 265-325.
5. Кругман П. *Международная экономика*. СПб.: Питер, 2003. С. 112-143.
6. Krugman P. *Increasing returns and economic geography* // *Journal of Political Economy*. 1991. Vol. 99. № 3. P. 483-498.
7. Майкл Портер. *Международная конкуренция. Конкурентные преимущества стран*. Перевод с англ. М.: Альпина Паблишер, 2017. 947 с.
8. *Urbi et orbi* / Под общ. ред. Р.С. Гринберга, А.Я. Рубинштейна: в 3 т. СПб.: Алетейя, 2014.
9. Блохин А.А. (рук. авт. кол-ва), д-р экон. наук Стерник С.Г., Близняк А.Б., Дранев С.Я., Телешев Г.В. *Науч. доклад «Эффекты институциональных различий и институциональной ренты в российской экономике»*. М.: Изд-во ИД «Международные отношения», 2018. 74 с.

10. Паппэ Я.Ш., Галухина Я. *Российский крупный бизнес: первые 15 лет Экономические хроники 1993-2008 гг.* М.: ГУ-ВШЭ, 2009. 423с.
11. Флигстин Н., *Архитектура рынков: экономическая социология капиталистических обществ XXI века / Пер. с англ. А.А. Куракина; под науч. ред. В.В. Радаева; Нац. иссл. ун-т «Высшая школа экономики». М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2013. 392 с.*
12. *Схема процедура оценки регулирующего воздействия // Сайт Правительства Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: <http://orv.gov.ru/Content/List?cat=37> (дата обращения: 14.05.2019).*
13. Милль Дж. *Основы политической экономии. В 3-х т. М.: Прогресс, 1980.*
14. Якобсон Л.И. *Государственный сектор экономики: экономическая теория и политика. М.: ГУ ВШЭ, 2000. С. 17-18.*
15. *Федеральный закон «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» от 30.12.2004 N 214-ФЗ (последняя редакция). [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».*
16. Блохин А.А., Стерник С.Г., Телешев Г.В. *Трансформация институциональной ренты застройщиков многоквартирного жилья в институциональную ренту кредитных организаций // Имущественные отношения в Российской Федерации. №1 (208), 2019. С. 6-17.*
17. Блохин А.А., Стерник С.Г., Близняк А.Б., Телешев Г.В. *Институциональные различия российских банков по уровню доступа к фондированию путем сделок РЕПО. // Финансы и кредит. 2019. Т. 25. № 3 (783). С. 514-532.*
18. *Финансовая отчетность ГК ПИК по МСФО. [Электронный ресурс]. URL: <http://pik-group.ru/investors/otchetv/2018> (дата обращения: 14.05.2019).*
19. *Сайт Московской биржи, информация о вытске облигаций ГК ПИК. [Электронный ресурс]. URL: https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=EQOB&code=RU000A0JWP46#bond_3 (дата обращения: 14.05.2019).*
20. *Финансовая отчетность ГК ЛСР по МСФО. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.lsrgroup.ru/index.php/investors-and-shareholders/financial-performance/financial-statements> (дата обращения: 14.05.2019).*
21. *Купил акции — жди дивидендов. Названы самые доходные вложения-2019. [Электронный ресурс]. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5c7e56529a7947de94d97db6> (дата обращения: 14.05.2019).*
22. *Финансовая отчетность ГК Эталон по МСФО [Электронный ресурс]. URL: <https://www.etalongroup.com/investors/financial-and-operating-results-centre> (дата обращения: 14.05.2019).*