

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ -
ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

Макарова В.А.

**МОДЕЛИРОВАНИЕ
ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ
ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР**

**Санкт - Петербург
2013**

УДК 658.15
ББК 65.264
М 15

**Макарова В.А. Моделирование финансового управления холдинго-
вых структур.** Научная монография// СПб.: Изд-во Политехн. Ун-та,
2013. -168 с.

Рецензенты:

докт. экон. наук, профессор **М.В. Романовский**

*(Санкт – Петербургский государственный экономический универси-
тет),*

докт. экон. наук, профессор **Е.М. Рогова**

*(Национальный исследовательский университет Высшая школа эконо-
мики)*

ISBN 978-5-9904592-1-2

В научной монографии рассматриваются ключевые теоретические и методические вопросы моделирования финансового управления холдинговыми структурами, ориентированное на повышение внутрихолдинговой эффективности и формирование добавленной экономической стоимости.

Монография содержит результаты практического использования разработанных методических положений по моделированию финансового управления холдинговыми структурами, направленное на достижение ими экономического роста. Настоящая монография подготовлена к.э.н., доцентом кафедры финансовых рынков и финансового менеджмента НИУ ВШЭ в Санкт-Петербурге и предназначена для студентов, аспирантов, преподавателей и научных работников, а также специалистов, осуществляющих свою деятельность в составе менеджмента холдинговых структур.

ISBN 978-5-9904592-1-2

УДК 658.15
ББК 65.264

© Макарова В.А., 2013
© НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург, 2013

Содержание

| | |
|--|-----------|
| Введение | 5 |
| Глава 1. Теоретические предпосылки функционирования предприятия с использованием сложной организационной структуры..... | 8 |
| 1.1. Холдинг как форма организации бизнеса..... | 8 |
| 1.2. Гражданско-правовые и налоговые аспекты функционирования холдинговой компании в Российской Федерации | 18 |
| 1.3. Финансовое управление холдингом как фактор успешности компании..... | 24 |
| Глава 2. Увеличение эффективности и конкурентоспособности холдинговых структур..... | 34 |
| 2.1. Влияние структуры предприятия на эффективность и экономичность ее бизнес-процессов..... | 34 |
| 2.2. Оценка эффективности менеджмента структурных подразделений холдинга и внутрифирменный контроль..... | 52 |
| 2.3. Управление транзакционными издержками | 61 |
| Глава 3. Синергия как доминирующая особенность холдинговых структур в системе бюджетирования..... | 70 |

| | |
|---|----|
| 3.1. Понятие и виды синергии и ее отражение в холдинге..... | 70 |
| 3.1.1. Виды и основные классификации синергии..... | 71 |
| 3.1.2. Условия достижения синергетических эффектов и оценка эффективности | 75 |
| 3.1.3.Создание синергии подразделений на уровне организации за счет организации финансового планирования..... | 80 |
| 3.2. Методические подходы к оценке синергии холдинговой структуры | 82 |
| 3.2.1. Методы оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур..... | 82 |

| | |
|---|------------|
| Глава 4. Финансовое моделирование работы холдинга..... | 124 |
| 4.1.Сущность финансовой модели компании, ее значение и Развитие..... | 124 |
| 4.2. Традиционная финансовая модель. Факторная модель Du Pont .. | 106 |
| 4.3. Финансовая модель компании в концепции ценностно-ориентированного менеджмента..... | 120 |
| 4.3.1. Фундаментальные причины возникновения концепции ценностно-ориентированного менеджмента | 120 |
| 4.3.2. Содержание и принципы ценностно-ориентированного Менеджмента..... | 123 |
| 4.3.3. Финансовая модель в рамках концепции стоимостного менеджмента и ее структурные детерминанты. Реализация концепции стоимостного менеджмента на оперативном уровне (EVA) | 128 |
| 4.4.Внутренняя модель реорганизации холдинга, ориентированного на создание стоимости..... | 157 |
| Заключение..... | 177 |

| | |
|--------------------------------|------------|
| Список литературы | 181 |
|--------------------------------|------------|

Введение

На современном этапе развития рыночных отношений в российской экономике одним из способов эффективного развития бизнеса и его адаптации к постоянно меняющимся условиям функционирования является осуществление внутренних реорганизационных процедур в крупных компаниях (путем процессов управления, планирования, извлечения из организации внутренних бизнес-процессов дополнительных преимуществ), сопровождающееся централизацией капитала и его движением в сферы наиболее выгодного использования. Действенной формой централизации капитала и функционирования крупного бизнеса является создание холдинговых структур.

Процессы реорганизации финансового управления компаний, образование крупных конкурентоспособных структур, повышение эффективности их деятельности и создание синергетического эффекта от грамотной организации внутренних процессов являются приоритетными задачами современных холдинговых структур в среднесрочной перспективе. В этих условиях для всестороннего использования потенциала компаний необходима организация хозяйственных структур, способных к самостоятельному интенсивному развитию, эффективному функционированию и усилению инвестиционной привлекательности.

Моделирование финансового управления холдинговой группы составляют основу ее функционирования, так непрерывность и эффективность бизнес-процессов холдинговой структуры напрямую зависит от прозрачности, полноты и комплексности, а так же возможности снизить управленческие издержки и наладить эффективное финансовое планирование.

Стоимостная финансовая модель в наибольшей степени отвечает сегодняшнему взгляду на положение холдинга на рынке. Декларирование максимизации стоимости как цели деятельности носит название стоимостной концепции управления компанией (VBM). Концепция управления, основанная на определении экономической добавленной стоимости, позволяет выяснить,

достаточно ли зарабатывает компания по сравнению с альтернативными вложениями.

Формирование финансовой модели компании, выявление ключевого показателя и оценка влияния на него различных факторов является важным и актуальным вопросом в условиях современной экономики. Актуальность данного вопроса определяет выбор темы и содержание работы.

К настоящему времени в российской практике накоплен достаточно большой опыт организации оперативного финансового управления холдинговых структур. Однако в отечественной и зарубежной экономической научной литературе теоретические и методические вопросы организации финансового управления разработаны далеко не всесторонне и отсутствует комплексная методология организации финансового управления и планирования в частности.

Необходимо отметить, что различные аспекты финансового управления холдингами широко освещены в научных публикациях отечественных и зарубежных авторов. Исследованию проблемы эффективного корпоративного управления посвятили свои труды отечественные и зарубежные ученые: И. Ансофф, Ю. Бригхем, А.П. Градов, А.Г. Грязнова, С.В. Валдайцев, Д. Карлоф, В.А. Кокорев, Т. Коллер, В.В. Ковалев, Б.И. Кузин, Д. Мессер, Х. Окумура, В.Н. Самочкин, А.И. Стешин, Е.Г. Торкановский, М.А. Федотова, К.К. Филиппов, М. Хассель, Дж. Ван Хорн, Л.М. Чистов, Ю.В. Якутин и другие.

Вопросы теории и практики организации эффективного финансового управления в холдингах нашли широкое освещение в трудах Р. Нортон, Д.Каплан, Д.Хоуп, Р. Фрейзер, Маслоу, Бриггема Юджина Ф., Гапенски Л., Брейли, Майерса.

В то же время в научной отечественной и зарубежной литературе проблема финансового управления на уровне холдинговой структуры практически не нашла отражения: не разработан соответствующий понятийный аппарат, не исследованы методические подходы к частным вопросам оценки си-

нергетического эффекта холдинговых структур; не нашли должного обоснования системы оценок показателей эффективности холдинговых структур и произвести оценку синергетического эффекта при создании интегрированной структуры; не раскрыто влияние внутрифирменных транзакционных издержек на эффективность управления холдинговыми структурами, не обозначены основные направления реорганизации типичных для российской практики холдинговых структур.

Это определило содержание настоящей монографии, в которой представлены:

- классификация холдинговых структур;
- понятие синергии холдинговых структур и ее виды;
- методические подходы к выявлению транзакционных издержек холдинга;
- финансовая модель, построенная на основе экономической добавленной стоимости, и ее структурные детерминанты.;
- роль внутрифирменной реорганизации в достижении синергетических преимуществ холдинговой группы.

Таким образом, в монографии изложены разработанные авторами концептуально-теоретические и методические основы формирования системы финансового управления холдинговой структуры, позволяющей в целом повысить качество корпоративного управления.

Глава 1. Теоретические предпосылки функционирования предприятия с использованием сложной организационной структуры

1.1. Холдинг как форма организации бизнеса

Текущий этап экономического развития России характеризуется активной интеграцией бизнеса, образуются различные по своей конфигурации предпринимательские объединения. Ежегодный рейтинг крупнейших 400 компаний России в части оборота, составляемый журналом «Эксперт», состоит, преимущественно, из компании холдингового типа[1]. По сути, холдинговой компанией может считаться любая группа компаний, состоящая из двух бизнес структур: материнской компании и дочерней организации.

Самой распространенной формой предпринимательских объединений в современной российской экономике являются холдинги. Холдинги как способ интеграции характерны не только для естественных монополий, стратегических отраслей и крупного бизнеса. Средний и даже малый бизнес в настоящее время также представлен созданными на основе системы участия и контроля группами хозяйственных обществ.

Вместе с тем, несмотря на широкое распространение этой формы организации бизнеса в Российской Федерации, нормативная база, регулирующая, данные отношения крайне скудны.

В последнее время в России холдингами называют любые конгломератные объединения коммерческих структур, в которых отношения между управляющей компанией и дочерними подразделениями регулируются не только и не столько правом собственности или мерой участия в уставном капитале, сколько посредством тех или иных форм договорных отношений, определяемых действующим законодательством[2].

В экономической литературе существует большое количество определений термина «холдинг». Важно отметить, что экономическое определение будет носить более расширенное значение, чем организационно-

правовая дефиниция.

Энциклопедия корпоративного управления определяет холдинг следующим образом: Холдинговая компания (компания держатель) – это компания, которая владеет контрольным пакетом акций каких-либо других предприятий с целью контроля и управления их деятельностью. [3]

Свободная энциклопедия «Википедия» определяет термин "холдинг" так: холдинг - совокупность материнской компании и контролируемых ею дочерних компаний. Помимо простых холдингов, представляющих собой одно материнское общество и одно либо несколько контролируемых им дочерних обществ существуют и более сложные холдинговые структуры, в которых дочерние общества сами выступают в качестве материнских компаний по отношению к другим («внучатым») компаниям. При этом материнская компания, стоящая во главе всей структуры холдинга, именуется холдинговой компанией. [4]

Экономический портал <http://dictionary-economics.ru/> определяет холдинг как компанию, единственная функция которой состоит во владении акциями других компаний.[5] Главное в холдинге – это холдинговый эффект. Он дает возможность владеть другими компаниями за цену меньшую, чем цена покупки их активов. Эффект возникает благодаря известной "пирамидальной" особенности холдинга.

Сайт "Мировая экономика, финансы и инвестиции" (<http://www.globfin.ru/>) определяет холдинг как систему коммерческих организаций, которая включает в себя "управляющую компанию", владеющую контрольными пакетами акций и/или паями дочерних компаний, и дочерние компании.[6] Управляющая компания может выполнять не только управленческие, но и производственные функции. Дочерним же признаётся хозяйственное общество, действия которого определяются другим (основным) хозяйственным обществом или товариществом либо в силу преобладающего участия в уставном капитале, либо в соответствии с заключённым между ними договором, либо иным образом (п. 1 ст.105 ГК; п.

2 ст. 6 Закона об акционерных обществах; п.2 ст. 6 Закона об обществах с ограниченной ответственностью). [7]

Серьезный анализ содержания понятия холдинга дается И.С. Шиткиной. Под холдинговой компанией в широком смысле И.С. Шиткина понимает "совокупность двух или более коммерческих организаций, одной из которых является основное (преобладающее) общество, а остальные - дочерние и (или) зависимые общества. Холдинговой компанией в узком смысле, по мнению автора, является основное (преобладающее) общество, "способное определять решения дочерних и зависимых обществ".[8]

В.В. Лаптев рассматривает холдинг как совокупность взаимосвязанных участников (хозяйствующих субъектов), осуществляющих совместную деятельность. Причем В.В. Лаптев фактически различает понятия "холдинг" и "холдинговая компания", когда говорит о том, что "в холдингах... функции по приобретению прав и обязанностей от имени холдинга (участников холдинга) осуществляет холдинговая компания, действующая в интересах участников холдинга на основании договора о создании холдинга".[там же.]

Забоев А.А. в статье «О понятиях «Холдинг», «Холдинговая компания» Правовые основы холдинговых отношений» дает следующее определения понятия «холдинг». [там же.]

Холдинг - это объединение предприятий, которое включает головную компанию (холдинговую компанию) и другие хозяйственные общества, в отношении которых головная компания имеет возможность определять решения, принимаемые ими. Головная (холдинговая) компания – компания в холдинге, осуществляющая управление всем объединением на основе возможности определять решения, принимаемыми другими участниками. Необходимо отметить, что автор ссылается на источники в научной литературе. Так Российский энциклопедический словарь описывает холдинг так: «Холдинг-компания(англ. holding – владеющий) – акционерная компания, использующая свой капитал для приобретения контрольных

пакетов акций других компаний с целью установления контроля над ними».[там же.]

Овсянников С.С. в статье «О разнице терминов «Холдинг» и «холдинговая компания» анализирует большое количество определений понятий «холдинг» и «холдинговая компания».[9] Овсянников С.С. упоминает определение холдинга, которое фигурирует в Большом толковом словаре экономических и юридических терминов. Холдинг (холдинговая компания) — общество, создаваемое крупными монополиями, фирмами, компаниями для управления дочерними предприятиями через систему участия. Холдинг (здесь и далее — Х.) владеет контрольными пакетами акций других компаний, тем самым контролирует и управляет их деятельностью. Вообще под Х. понимается любое предприятие, независимо от его организационно правовой формы, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других предприятий. Юридически Х. существуют как акционерные общества, общества с ограниченной ответственностью, единоличные предприятия.[там же.] Овсянников также ссылается на иностранные источники. Для определения термина «холдинг» в Великобритании используется такое определение, как «группа компаний». Group of companies (группа компаний): холдинговая (родительская) компания и ее филиалы; дочерние компании. Компания является дочерней (subsidiary) по отношению к другой, если эта другая владеет более чем половиной номинальной стоимости ее акционерного капитала или имеет в ней сколько-то акций и контролирует состав Совета ее директоров. Если какая-то компания имеет дочерние компании, а те в свою очередь тоже имеют дочерние компании, все они образуют одну группу. В соответствии с Законом Великобритании о компаниях 1985 г. группы компаний должны иметь групповые счета (group of account), которые обычно включают консолидированный балансовый отчет и консолидированный счет прибылей и убытков по всей группе. При определенных условиях Министерство торговли и промышленности может разрешить группам опубликовать

раздельные, не консолидированные счета для каждой дочерней компании или не учитывать в групповом счете какие-то дочерние компании. Однако для этого должны быть «честные/порядочные» основания.

В результате проведенного анализа Овсянников С.С. приходит к выводу о том, что термины «холдинг» и «холдинговая компания» несут разную смысловую нагрузку. Более того автор статьи констатирует факт того, что термин «холдинг» является чисто российским, а «холдинговая компания» имеет совершенно конкретные определения за рубежом. Овсянников С.С. считает необходимым разделять эти понятия и придерживаться в России сложившегося определения холдинга как группы компаний, состоящих из головного (материнского) предприятия и ее дочерних компаний, а под «холдинговой компанией» понимать управляющую компанию, как это принято во всем мире [там же].

Если внимательно проанализировать все вышеприведенные определения, то можно обратить внимание на ключевые слова, которые составляют основу каждой дефиниции.

Ключевыми словами выступают:

- Контроль
- Владение контрольным пакетом акций
- Материнская и дочерняя компании
- Преобладающее участие в уставном капитале
- Способность определять решения дочерних или зависимых обществ
- Совокупность взаимозависимых участников
- Управление дочерними предприятиями через систему участия
- Консолидированная отчетность группы компаний
- Контроль состава совета директоров

На основе ключевых характеристик компаний, имеющих холдинговый тип, можно выдвинуть следующее определение термина «холдинг».

Холдинг – это группа компаний, в состав которой входит материнская компания и дочерние предприятия, которые контролируются материнской компанией посредством участия в уставных капиталах последних, с составлением, в обязательном порядке, консолидированной финансовой отчетности.

Участие материнской компании может быть опосредованным, то есть через другую компанию. Доля участия не обязательно должна быть 50% плюс одна акция. Главное чтобы контроль сохранялся. Группа компаний должна предоставлять консолидированную отчетность, что будет служить окончательным подтверждением того, что эта группа компаний несет в себе элементы холдинга. Не смотря на то, что определения термина холдинг в российском законодательстве нет, можно воспользоваться одной из ключевых концепций бухгалтерского учета – превалирование сути над формой. Подготовка консолидированной отчетности будет служить проявлением превалирования сути над формой. Даже если компании и не называют себя холдингом, то бухгалтерская отчетность скажет это за них.

Важно отметить, что консолидированная финансовая отчетность - финансовая отчетность группы, в которой активы, обязательства, капитал, доход, расходы и денежные потоки материнского предприятия и его дочерних предприятий представляются как финансовая отчетность единого хозяйствующего субъекта. [10]

То есть подготовка консолидированной финансовой отчетности означает, что группа компаний, по сути, представляет собой единое хозяйственное образование.

Проанализировав суть холдинговых отношений, перейдем к характеристике причин широкого распространения этой формы организации бизнеса, как в РФ, так и за рубежом. Преимущества организации бизнеса в холдинговой форме условно можно разделить на две группы.

Первая группа связана с эффектом интеграции вообще, независимо от формы, в которой она представлена: холдинг, ФПГ, простое товарищество,

так как в период всеобщей экономической глобализации осуществлять деятельность в автономной, некооперированной структуре менее выгодно, чем в интегрированной.

Вторая группа преимуществ холдинга связана со спецификой именно этой формы предпринимательского объединения.

Эффект объединения хозяйственных обществ в холдинг как синергетический эффект системы заключается в том, что преимущества от объединения достигаются не посредством арифметического сложения, а умножением возможностей всех организаций, входящих в структуру холдинга. Холдинги как разновидность предпринимательских объединений в сравнении с не интегрированными коммерческими организациями обладают следующими преимуществами:

- реализацией масштаба используемых ресурсов (производственных фондов, инвестиционных средств, трудовых ресурсов), в том числе возможностью привлечения квалифицированного управленческого, научного, производственного персонала;
- минимизацией для участников объединения в сравнении с обособленными производителями, не входящими в него, отрицательного воздействия конкуренции, поскольку участники объединения, как правило, не допускают взаимной конкуренции на одном и том же рынке;
- возможностью производства конкурентоспособной продукции (работ, услуг) вследствие создания самодостаточной вертикально интегрированной системы от добычи сырья до выпуска законченной продукции высокой степени переработки;
- значительной централизацией капитала, который в зависимости от экономической конъюнктуры может "перетекать" из одной сферы предпринимательской деятельности в другую;
- возможностью диверсификации производства для снижения предпринимательских рисков и обеспечения специализации отдельных видов деятельности как условия их конкурентоспособности;

- объединением производства, технического опыта и научно-исследовательских разработок, возможностью интеграции науки и производства;

- возможностью осуществлять согласованную финансовую, инвестиционную, кредитную политику;

- имиджем крупной и влиятельной интегрированной структуры;

- возможностью лоббирования в законодательных и правительственных органах. Так, с 1 января 2008 г. при переводе прибыли из дочерней компании в материнскую в форме дивидендов налог на прибыль платить с них не надо, если материнская компания владеет контрольным пакетом "дочки" больше года и этот пакет стоит более 500 млн. руб. и "дочка" не зарегистрирована в оффшорных зонах. Принятие данного закона выгодно многим российским холдингам, так как достигается значительная экономия на налоге на прибыль (пп. 1 п. 3 ст. 284 НК РФ); [11]

- гибкостью и мобильностью в выборе организационно-правовых форм участников холдинга, в распределении между ними функций, определении степени их автономии;

- облегченностью процедур создания и реструктуризации холдингов (отсутствие регистрационных процедур, приобретение бизнеса через покупку акций);

- устойчивостью и стабильностью (нельзя добровольно выйти из состава холдинга);

- ограниченным риском ответственности (основное общество несет ответственность по долгам дочернего только в случаях, установленных федеральными законами);

- распределением коммерческих рисков (особенно для диверсифицированных холдингов);

- возможностью спекуляций на акциях дочерних обществ;

- эффективностью финансового и налогового планирования;

- конфиденциальностью контроля для владельцев бизнеса, находящихся

на верхушке "холдинговой пирамиды".

Таким образом, при определенном направлении развития бизнеса, холдинговые отношения способствуют эффективному использованию имеющихся ресурсов. Вместе с тем, как известно, недостатки являются естественным продолжением достоинств. Так отсутствие внутри холдинга конкуренции, влечет за собой возможность сохранения нерентабельных производств и снижения экономической эффективности холдинга в целом. Неизбежная, для крупных хозяйственных объединений, бюрократизация управления, приводит к усложнению иерархической структуры и неоптимальному налогообложению участников холдинга, отсутствию "налогового единства" холдинга. Проблемы эффективности холдинга, в частности, обусловлены большим количеством субъектов корпоративных отношений, имеющих различные интересы, и ведущим к высоким транзакционным издержкам.

Однако главным моментом, затрудняющим развитие холдинговых отношений в РФ, является отсутствие адекватного нормативно-правового регулирования. Расплывчатость понятийного аппарата в законодательной базе приводит к возникновению неурегулированных моментов.

Для большинства холдингов характерно, что при их построении происходит передача функций управления специализированной управляющей компании, особенно когда предприятия, входящие в холдинг, являются сопоставимыми по масштабу, территориально удалены друг от друга и каждое имеет свою специфику.

Между тем, наличие договора об управлении не является обязательным признаком существования холдинговых отношений. Передача функции исполнительного органа управляющему может происходить и вне холдинга.

К сожалению, законодательного определения, которое позволило бы разделить понятия "холдинг" и "управляющая организация", до настоящего времени нет.

Упоминания об управляющей организации можно найти в ст. 69 Закона

об АО и ст. 42 Закона об ООО.[12;13] Однако данные статьи раскрывают не определение управляющей компании и ее правовое положение, а порядок принятия решения о передаче ей функций единоличного исполнительного органа.

Так, в ст. 69 Закона об АО говорится о возможности заключения договора с управляющей организацией или управляющим с той особенностью, что решение о передаче полномочий единоличного исполнительного органа управляющей организации или управляющему принимается общим собранием акционеров по представлению совета директоров общества.

Статья 42 Закона об ООО допускает возможность передать полномочия единоличного исполнительного органа управляющему, если она предусмотрена уставом общества. Право подписи договора с управляющим предоставлено председательствующему на собрании участников, на котором было принято соответствующее решение, или другому лицу, уполномоченному общим собранием участников общества.

Наконец, возможность передачи полномочий единоличного исполнительного органа управляющему предусмотрена п. 3 ст. 103 Гражданского кодекса РФ.[14]

Из перечисленных норм состоит законодательная база, позволяющая привлечь управляющую компанию или управляющего к выполнению функций единоличного исполнительного органа.

При этом у организаций часто возникают споры с налоговыми органами относительно обоснованности расходов на оплату услуг управляющих компаний. Судебная практика по этому вопросу не однозначна, в некоторых случаях суды встают на сторону налогоплательщика, в других на сторону налоговой.

Основным моментом, на который обращают внимание суды, является факт оказания управленческих услуг. Другими словами у организации для подтверждения обоснованности произведенных расходов должна

документально доказать, что услуги оказывались в действительности, а их объем и качество соответствуют уплаченной цене.

В целом, проведенный анализ показал, что отсутствие закона о холдингах, который бы установил «правила игры», понятийный и методологический базис, значительно усложняет развитие и успешное функционирование данного вида компаний.

Законодательное определение понятия "холдинг" поможет:

- во-первых, упростит и упорядочит процесс уплаты налогов компаний имеющих холдинговую организационную структуру;

- во-вторых, определить долю налогов, поступающих в тот или иной бюджет РФ (федеральный, региональный, местный);

- в-третьих, с точки зрения государственных интересов, позволит налоговым органам более эффективно контролировать возможность уклонения от уплаты налогов, что присуще холдинговым структурам при помощи трансфертного ценообразования. [15]

- в-четвертых, упростит работу правоохранительных и контролирующих органов путем установления "правил игры", т.е. законодательного определения создания, регистрации, ликвидации и проверки "холдингов".

1.2 Гражданско-правовые и налоговые аспекты функционирования холдинговой компании в Российской Федерации

Большинство из действующих в настоящее время в РФ «Холдингов», с точки зрения гражданского права, представляют собой совокупность основного («материнского») общества и его дочерних обществ, а также их дочерних обществ и так далее.

Определение основного и дочернего обществ представлено в ст. 105 ГК РФ.[14] Хозяйственное общество признается дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество или товарищество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет

возможность определять решения, принимаемые таким обществом.

Как видно из приведенного понятия, ключевым моментом для определения отношения «основное общество – дочернее общество» является возможность определять решения другого лица (то есть именно экономическая субординация). Кодекс предусматривает три возможных основания такой субординации. Во-первых, это преобладающее участие в капитале дочернего общества. Слово «преобладающее» здесь не несет какого-либо количественного смысла: для акционерного общества с распыленным капиталом определять решения может и акционер с 10% акций. Во-вторых, это договорные отношения. Подразумевается так называемый договор подчинения, то есть договор, предполагающий выполнение дочерним обществом указаний основного. Здесь не имеется в виду тот тип договора, который заключается между управляющей организацией и управляемым ею юридическим лицом, а скорее тот, что может быть заключен (хотя и не обязательно заключается), например, между крупным заводом и поставщиком каких-то специфических комплектующих для выпускаемой им продукции: по договору поставщик обязан выполнять требования своего генерального партнера. Наконец, в-третьих, это «иные» основания субординации. Таковыми могут быть формальные или неформальные отношения административного характера. Например, физическое лицо, учредившее несколько юридических лиц, может распределить между ними роли руководства и подчинения в соответствии со своими собственными экономическими соображениями, никак не связанными с отношениями владения юридическими лицами акциями (долями) друг друга или заключаемыми ими между собой договорами.

В соответствии с вышесказанным, выделяют три вида холдингов.

1. Имущественный холдинг.
2. Договорный холдинг.
3. Административный холдинг.

Разумеется, в рамках одной холдинговой структуры могут сочетаться

элементы нескольких различных видов холдинга. При этом абсолютное первенство по распространенности занимает имущественный холдинг.

Гражданско-правовыми последствиями того факта, что два общества находятся в отношении «основное - дочернее» могут быть следующими.

Во-первых, если основное общество имеет право давать дочернему обязательные для него указания, то оно отвечает солидарно с дочерним обществом по сделкам, заключенным последним во исполнение таких указаний. (Термин «солидарно» значит, что иск можно предъявить любому из них или обоим сразу.) Таким образом, для применения этого положения необходимо, чтобы имело место не просто отношение «основное – дочернее», а еще и было «право давать обязательные указания». Это значит, что между организациями должен быть заключен договор подчинения либо отношения подчинения должны быть зафиксированы в учредительных документах (хотя суды бывают склонны трактовать эту норму расширительно, не требуя формального договора).

Во-вторых, если дочернее общество обанкротилось по вине основного, последнее несет субсидиарную ответственность по его долгам. (Термин «субсидиарная ответственность» означает, что если у дочернего общества не хватает средств, возмещения можно потребовать у основного.) Для применения этого положения необходимо доказать вину основного общества (умысел или неосторожность).

В-третьих, участники дочернего общества вправе требовать возмещения основным обществом убытков, причиненных по его вине дочернему обществу (если иное не установлено законом). Как видим, и в этом случае необходимо доказать вину основного общества в причинении убытков.

Кроме того, одно из гражданско-правовых последствий рассматриваемого отношения устанавливается не Гражданским, а Налоговым кодексом (пп. 2 п. 2 ст. 45 НК РФ): налоговым органам дано право предъявлять иски о взыскании налоговой задолженности (а также пени и

штрафа) у основного общества за дочернее или наоборот, а также у преобладающего за зависимое (см. ниже) или наоборот при условии, что за одной из организаций более трех месяцев числится налоговая задолженность, а выручка от реализуемых ею товаров (работ, услуг) поступает на счета второй организации. [11]

Кроме отношения «основное – дочернее», Гражданский кодекс определяет также отношение «преобладающее – зависимое» (ст. 106 ГК РФ).[14] Хозяйственное общество признается зависимым, если другое (преобладающее, участвующее) общество имеет более 20% голосующих акций акционерного общества или 20% уставного капитала общества с ограниченной ответственностью. Как видим, в данном случае речь идет о строгом количественном критерии; при этом определения дочернего и зависимого общества не коррелируют между собой: зависимое общество может быть, а может и не быть дочерним, и наоборот. Гражданско-правовых последствий данного отношения Кодекс, по существу, не предусматривает: далее следуют лишь отсылочные нормы о том, что сведения о факте зависимости «незамедлительно» публикуются в порядке, предусмотренном законом, а пределы взаимного участия обществ в уставных капиталах и соответствующее число голосов на собрании участников тоже определяются законом. Порядок упомянутой публикации действительно устанавливается Законами «Об обществах с ограниченной ответственностью» (п. 4 ст. 6) и «Об акционерных обществах» (тоже п. 4 ст. 6), а также соответствующими подзаконными актами.

Гражданский кодекс содержит одну норму, крайне неприятную для многих холдингов. Как известно, общество вполне может иметь всего лишь одного участника. Однако такое общество с единственным участником не может быть единственным участником другого общества (ст. 88, ст. 98 ГК РФ). Зачастую (если холдинг «многоэтажный») это приводит к необходимости искусственного введения в состав участников общества неких миноритариев, что, как мы увидим далее, может быть чревато

разнообразными неприятными последствиями.

Наконец, Гражданский кодекс запрещает дарение в отношениях между коммерческими организациями (п. 4 ст. 575). Казалось бы, это исключает возможность безвозмездного финансирования в рамках холдинга. Однако это не совсем так. Финансирование (передача имущества или денежных средств для выполнения определенных задач) – это не то же самое, что дарение (безвозмездная передача, носящая безусловный характер; гл. 32 ГК РФ).

Налоговый кодекс почти не пользуется гражданско-правовыми понятиями «дочернего» или «зависимого» общества (с вышеупомянутым исключением). Вместо этого он вводит другое близкое понятие – «взаимозависимые лица» (ст. 20).

Взаимозависимыми лицами для целей налогообложения признаются физические лица и (или) организации, отношения между которыми могут оказывать влияние на условия или экономические результаты их деятельности или деятельности представляемых ими лиц.

Кодекс предусматривает следующие основания признания взаимозависимости:

1. одна организация непосредственно и (или) косвенно участвует в другой организации, и суммарная доля такого участия составляет более 20%;
2. одно физическое лицо подчиняется другому физическому лицу по должностному положению;
3. физические лица состоят в брачных отношениях, отношениях родства или свойства, усыновителя и усыновленного, попечителя и опекаемого.

Кроме того, лица могут быть признаны взаимозависимыми судом и по другим основаниям (если отношения между ними могут повлиять на результаты сделок).

Таким образом, для юридических лиц основной критерий взаимозависимости – участие в другой организации. При этом в отличие от представленных норм Гражданского кодекса, принимается во внимание не

только прямое, но и косвенное участие, то есть через последовательность других организаций. Доля косвенного участия определяется как произведение соответствующих долей прямого участия организаций из этой цепочки одна в другой (например, $20\% \times 20\% = 4\%$).

Каковы налоговые последствия взаимозависимости? Прежде всего, взаимозависимость контрагентов по сделке является одним из оснований, по которым налоговые органы вправе проверить правильность применения цен по этой сделке (ст. 40 НК РФ). Если в результате выяснилось, что цена сделки отклоняется от рыночной цены более чем на 20%, налоговый орган вправе доначислить налог (и пеню), исходя из рыночной цены.

Важнейшим практическим вопросом для холдингов является возможность беспрепятственного осуществления безвозмездного финансирования в рамках холдинга, то есть передачи денежных средств или имущества от одного элемента холдинговой структуры к другому для выполнения тех или иных экономических задач.

По общему правилу безвозмездно полученное имущество, включая денежные средства, а также работы и услуги, облагаются налогом на прибыль (пп. 8 ст. 250 НК РФ). При этом законодателем предусмотрено одно важное исключение: если одна организация владеет более чем 50% капитала другой организации, безвозмездная передача имущества или денег между ними (в обе стороны) осуществляется без возникновения налога на прибыль (пп. 11 п. 1 ст. 251 НК РФ), что имеет существенное значение для «холдингов»; также в безналоговом режиме принимается имущество и от физического лица, владеющего более чем 50% капитала получающей организации. Для применения данной налоговой льготы полученное имущество (кроме денежных средств) не должно передаваться третьим лицам в течение года.

Данное положение дает холдингам ценный механизм финансирования, однако, как видим, средства в рамках холдинга могут беспрепятственно передаваться лишь по цепочкам из организаций, владеющих более 50% капитала одна в другой. Особого термина для данного отношения между

организациями Кодекс не предусматривает.

1.3 Финансовое управление холдингом как фактор успешности компании.

Финансовое управление холдингом – это комплексная методическая модель, все элементы которой взаимосвязаны и обеспечивают целостность, достоверность и полноту информации для принятия управленческих решений. Под термином «финансовое управление» скрывается комплекс задач и методик. Постановка финансового управления в холдингах заключается в разработке системы управленческих отчетов и процедур принятия решений на их основе. Анализ отечественной и зарубежной литературы (Карпов А.Е. «Финансовая структура компании», Горбунов А.Р. «Управление финансовыми потоками»). Проект «сборка холдинга», Бланк И.А. «Финансовая стратегия предприятия», Ван Хорн Джеймс К. «Основы финансового менеджмента», Юджин Ф. Бригхэм, Майкл С. Эрхардт. «Финансовый менеджмент») в области финансового управления холдингов позволил сделать вывод о том, что финансовое управление охватывает следующие вопросы: [16;17;18;19;20;21]

- Сегментирование бизнеса.
- Финансовое планирование и бюджетирование.
- Учет затрат по ABC-методу
- Ведение управленческого учета.
- Получение финансовой отчетности на основе международных стандартов.
- Получение управленческой отчетности для руководства холдингом.
- Расчет коэффициентов и показателей.

Рассмотрим содержание каждого из поставленных вопросов.

Сегментирование бизнеса: в основе финансового управления сегментами лежит идея разделения бизнеса на независимые бизнес-

направления, с одной стороны, и выделение их из организационной структуры доходоприносящих и затратных центров с другой стороны. Сегментирование позволяет выявить основные источники доходов и затрат, установить персональную ответственность сотрудников холдинга за финансовые показатели.

При сегментировании бизнеса по производственному признаку в головной организации выделяются специальные подразделения или ответственные исполнители, которые отвечают за развитие бизнес-направлений. В их задачи входит: анализ рынка, разработка продуктовой линейки, вывод продуктов на рынки, доведение технологий до сотрудников, контроль качества предоставления продуктов подразделения. Данные подразделения составляют годовые бизнес-планы и бюджеты своих направлений. Выделение центров прибыли и центров затрат отражает выделение сегментов по географическому признаку. Например, филиалы могут быть представлены отдельными центрами прибыли. Финансовое управление центрами прибыли заключается в планировании и анализе финансовых показателей и результатов деятельности центров прибыли в разрезе бизнес направлений или еще детальнее, в разрезе продаж продукции. Таким образом, с точки зрения финансового управления, центры прибыли являются точками продаж бизнес-направлений.

Финансовое планирование и бюджетирование: в настоящее время бюджетирование как инструмент финансового управления применяется в большинстве холдингов. Вопросы постановки и автоматизации процесса бюджетирования холдинговых структур на сегодняшний день являются наиболее изученными и наиболее распространенным инструментом финансового управления. Вместе с тем бюджетирование является лишь частью комплексной системы финансового управления холдингом.

Необходимо отметить, что понятие «бюджет» является более узким, чем понятие «финансовый план» и по временному, и по целевому критериям. Финансовое планирование не ограничивается одним годом, и его целями

являются стратегические ориентиры собственников бизнеса. Бюджетирование имеет годовую перспективу, и его основная цель – отражение плана в количественных показателях с целью детализации ресурсной базы и осуществления технического контроля достижения финансового плана. Принципы бюджетного управления предприятием окончательно сформировались в 40–60-е годы 20-го века. Изначально бюджетирование было предназначено для планирования и распределения материальных ресурсов, а также контроля затрат предприятий, производящих массовый товар для растущих послевоенных рынков. Отметим, что в это время стратегическое планирование только начинало формироваться как самостоятельная область менеджмента. Поэтому необходимости привязать финансовое планирование и бюджетирование к финансовой стратегии не возникало, а в настоящее время компании рассматривают механизм планирования как неотъемлемый инструмент достижения поставленных перед стратегией развития бизнеса целей.

Существует две парадигмы бюджетирования холдингов: старая парадигма и новая парадигма.

Отличительные характеристики старой парадигмы бюджетирования холдингов выглядят следующим образом:

- Фрагментированное бюджетирование: каждое подразделение (компания) самостоятельно формирует собственную бюджетную политику
- Роль управляющей компании сводится к частичной координации работы компаний холдинга; разобщенный контроль показателей по отдельным направлениям деятельности
- Бюджетная система холдинга – совокупность бюджетных систем входящих в холдинг компаний. Контроль ключевых бюджетных показателей в конце установленных отчетных периодов. Проблемы адаптации и сведения к единым стандартам, форматам отчетов для акционеров и стратегического топ-менеджмента
- Низкая волатильность системы. Высокий иммунитет к изменениям

Основные черты новой парадигмы бюджетирования холдингов:

- Объединенная комплексная система бюджетирования холдинга, единые стандарты учета и отчетности. Формирование общего финансового плана холдинга, отвечающего стратегическим и тактическим целям
- Управляющая компания (бюджетное управление) разрабатывает единую нормативную управленческую документацию
- Бюджетная система холдинга рассматривается как единый финансовый комплекс. Перманентный мониторинг бюджетных показателей в единой информационной системе. Унифицированные формы отчетности, полная совместимость и «читабельность» отчетов
- Высокая восприимчивость и лояльности к внедрению изменений

Следующим элементом финансового управления холдингом становится *учет затрат*. Автор полагает, что наиболее приемлемым способом учета затрат остается метод расчета себестоимости по видам деятельности (ABC метод). Применение подобной методики дает возможность производить функционально-стоимостной анализ (ФСА) продукции. Функционально-стоимостной анализ - метод определения стоимости и других характеристик изделий, услуг и потребителей, в основе которого лежит использование функций и ресурсов, задействованных в производстве, маркетинге, продаже, доставке, технической поддержке, оказании услуг, обслуживании клиентов, а также в обеспечении качества.[22]

ФСА предполагает калькуляцию затрат услуг холдинга как сумму затрат каждого звена технологической цепочки. Звеньями технологической цепочки являются функции, выполняемые сотрудниками холдинга и его информационными системами. Знание о затратах по каждой функции позволяет регулярно выявлять наиболее затратные операции и производить оптимизацию неэффективных функций или коренной реинжиниринг бизнес-процесса в целом. Снижение себестоимости любого продукта дает решающее преимущество холдинга в конкурентной борьбе.

Для внедрения метода все функции холдинга выявляются и

классифицируются как функции обеспечения и бизнес-функции.

Стоимость функций складывается из:

- части прямых затрат исполнителей, разнесенных пропорционально времени, затраченного на выполнение функции;
- части косвенных затрат исполнителей, разнесенных пропорционально времени, затраченного на выполнение функции. Под ними подразумеваются общие накладные затраты, постатейно отнесенные на сотрудника пропорционально значениям экономически обоснованных баз распределения;
- прямых накладных затрат (основные средства, материалы, каналы связи, программное обеспечение и пр.).

Планирование затрат по методу ABC производится на основе плана продаж холдинговых продуктов. На его основе определяется состав и объем необходимых функций. Фактический учет затрат по методу ABC производится по следующей технологии:

- ⤴ учет прямых затрат по сотрудникам;
- ⤴ перенос общих затрат на сотрудников;
- ⤴ отнесение полных затрат сотрудников на функции;
- ⤴ калькуляция затрат телекоммуникационных продуктов на основе их полной стоимости.

Ведение управленческого учета осуществляется в целях расчета финансовых и бюджетных показателей, коэффициентов и выпуска отчетов – финансовых по МСФО, управленческих и бюджетных. Для получения окончательных финансовых результатов ЦФО (может производиться перераспределение операционных доходов и расходов, зачисленных в финансовый план некоторого ЦФО, на все заинтересованные ЦФО. Центром финансовой ответственности (ЦФО) принято называть то или иное структурное подразделение компании (дивизион, цех, отдел, сотрудник и т.д.), ответственное за достижение целевого значения того или иного

финансового показателя¹.

В настоящее время холдинговые организации в основном используют отчетность МСФО в целях повышения прозрачности и информационной открытости, а также для привлечения заемных средств для дальнейшего развития. Ежеквартальная финансовая отчетность включает в себя следующие основные отчеты:

- консолидированный бухгалтерский баланс (остатки, отражает финансовое положение холдинга, стоимость его активов и обязательств, а также чистую стоимость холдинга – собственный капитал на отчетную дату);
- консолидированный отчет о прибыли и убытках (отражает расходы и доходы компании, а также прибыль и убыток за период с начала до настоящего времени в соответствии с планом);
- отчет о движении денежных средств (содержит информацию о поступлении и выбытии основных средств, а также показывает источники и направления их использования и изменение прочих балансовых строк).

Следующим важным вопросом, решаемым в процессе постановки финансового управления холдингом, является формирование управленческой отчетности для высшего руководства. Управленческая информация используется в качестве опорной информации для принятия решения менеджментом.

Информационной основой управленческой информации являются следующие отчеты:

- консолидированный бухгалтерский баланс;
- консолидированный отчет о прибылях и убытках;
- оценка результатов деятельности центров прибыли (бизнес-направлений);
- отдельные финансовые показатели;
- оценка финансового результата по отдельным продуктам

¹ <http://www.up-pro.ru/encyclopedia/centry-finansovoy-otvetstvennosti.html>

телекоммуникационного холдинга (с учетом операционных, рыночных и иных рисков).

Последним важным шагом при построении системы финансового управления является расчет коэффициентов и показателей. Анализ коэффициентов и показателей позволяет оценить сильные и слабые стороны результатов финансовой деятельности и управления. Подобные коэффициенты традиционно сравниваются с аналогичными коэффициентами конкурентов. В теории и практике существует великое множество подобных коэффициентов, однако в первую очередь целесообразно использовать следующие:

- финансовые коэффициенты (прибыль на собственный капитал, прибыль на активы, прибыль на сотрудника, соотношение затрат и доходов, прибыль на весь капитал, скорректированная с учетом риска, прибыль на акцию);
- коэффициенты роста (прирост активов, прирост заемного капитала, увеличение объема вложений в основные средства и т.д.);
- показатели качества задолженности;
- коэффициенты ликвидности;
- другие.

Финансовые показатели являются неотъемлемой частью финансового управления, однако, ни в коей мере не основной целью управления.

Таким образом, внедрение комплексной системы финансового управления возможно и целесообразно в каждом холдинге, так в процессе ее внедрения система управления в целом переходит на качественно новый уровень и позволяет решить следующие основные задачи:

- ведение учета и получение отчетов по международным стандартам, предоставление их внешним и внутренним потребителям;
- управление активами, пассивами и рисками;
- оценка прибыльности подразделений, телекоммуникационных

продуктов, клиентов;

- выявление источников доходов, расходов, а также контроль накладных расходов и капитальных вложений;
- делегирование ответственности за финансовые результаты менеджерам высшего и среднего звена;
- планирование, анализ и контроль финансовых показателей;
- создание системы вознаграждения руководства и сотрудников банка в зависимости от достигнутых результатов.

Существует две основные схемы финансового управления холдинговой компанией: централизованная и децентрализованная системы. Ключевое различие данных систем финансового управления заключается в степени контроля управляющей компании над дочерними предприятиями. В частности это относится к функции финансового контроля. При централизованном финансовом управлении группы компаний управляющая компания создает, координирует и следит за исполнением финансового плана на всех стадиях исполнения финансового плана у всех компаний, входящих в группу. При такой постановке управления и контроля вся власть сосредотачивается в руках финансового департамента управляющей компании. Этот департамент несет полную ответственность за результаты планирования. Такое построение системы планирования автоматически приводит к конфликтной ситуации. Головной офис отвечает за планирование, то есть действует система управления «сверху-вниз». Головной офис устанавливает целевые показатели, а дочерние предприятия обязаны выполнить заявленный план. Одни менеджеры планируют, а другие приводят план в действие. Такая схема работы показала свою неэффективность. Участники процесса финансового планирования должны иметь возможность непосредственно участвовать в процессе разработки финансового плана. Сопутствующими характеристиками централизованного финансового управления выступают:

- Анализ рисков

- Привлечение финансирования
- Контроль за движением денежных потоков
- Составление консолидированной отчетности
- Налоговое планирование

При такой схеме построения управления финансами группы компаний наблюдается отсутствие финансовых отделов в дочерних предприятиях. Это означает, что дочерние предприятия не имеют даже возможности скорректировать план.

Такая модель организации финансового планирования и контроля имеет свои преимущества и недостатки. Среди преимуществ необходимо выделить:

- высокая скорость принятия решений
- отсутствие большого количества бюрократических процедур
- планирование «сверху-вниз» обеспечивает постановку главных ориентиров развития группы компаний в долгосрочной перспективе
- стратегия напрямую увязана с финансовым планом
- снижение количества дублирующих функций
- более надежная и эффективная система KPI в силу отсутствия свободы принятия решений со стороны менеджеров непосредственно связанных с реализацией целей.

К сожалению, как и у любой концепции, данная система управления финансами предприятия не лишена недостатков:

- высокая трудоемкость
- отсутствие эффективного оперативного контроля. Так как цели ставятся «наверху» и исполнители не имеют права корректировать план, возникают значительные отклонения фактических показателей деятельности от плановых.
- низкий уровень морали менеджеров, ответственных за исполнение поставленных задач

Децентрализованное управление финансами предприятия отличает

относительная степень независимости дочерних предприятий в части построения и реализации финансовых планов. При децентрализованной системе ответственность за планирование и исполнение финансового плана ложится на исполнителей, что логично, так как менеджеры на местах более осведомлены о том, как обстоят дела на самом предприятии. Функции финансового отдела головной компании чаще всего сводятся к стратегическому планированию, определению норм доходности по различным бизнес направлениям, расчету финансовых рисков. В силу увеличенной автономности финансовые отделы дочерних предприятий могут реализовывать оперативное финансовое планирование и контроль. Данная система сильна тем, что позволяет оперативно реагировать как на внутренние изменения, так и на внешние. Эффективность финансового планирования возрастает и головной офис получает более объективные данные с детализированным факторным анализом. Однако реализация данной системы финансового планирования и контроля несет в себе риски потери контроля за денежными средствами и потоками бизнес единиц. Более того возникают сложности в оценке конкурентоспособности отдельных бизнес единиц, входящих в группу компаний.

Глава 2. Увеличение эффективности и конкурентоспособности промышленного предприятия

2.1. Влияние структуры предприятия на эффективность и экономичность ее бизнес-процессов

Одним из важных факторов успешной деятельности организации является эффективное построение ее внутренней организационной структуры. Организационная структура это совокупность подразделений **организации** и их взаимосвязей, в рамках которой между подразделениями распределяются управленческие задачи, определяются полномочия и ответственность руководителей и должностных лиц.² Ряд экономистов рассматривает организационную структуру как совокупность способов, посредством которых достигаются поставленные задачи³, более развернутое определение организационной структуры представлено в экономических словарях,⁴ где организационной структурой является разделение экономического объекта, предприятий, компаний, учреждения на подразделения, отделы, цехи, лаборатории, участки, группы с целью упорядочения управления, налаживания взаимодействия звеньев, установления подчиненности и соподчиненное, ответственности».

Наиболее распространенными видами организационной структуры на практике является *структура, во главе которой стоит банк*.

Основным недостатком такой структуры является возможность потери платежеспособности всего холдинга в результате проблем в деятельности банка. Банк необходим в структуре любого холдинга, так как повышает его независимость, мобильность и финансовую устойчивость, но в качестве головной структуры может спровоцировать не ликвидность всего бизнеса.

² Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. СПб.: Изд-во «Питер», 1999.-416 с.

³ Минцберг Г. Структура в кулаке: создание эффективной организации Пер. с англ. под ред. Ю. Н. Каптуревского. – СПб.: Питер, 2004. – 512 с

⁴ Словарь Борисов А.Б. Большой экономический словарь. — М.: Книжный мир, 2003. — 895 с.

Поэтому, наиболее эффективности организационной структурой можно считать ту, в *структуре которой находится банк, а холдинг в целом находится под управлением холдинговой компании.*

Очевидно, что холдинг может повысить свою эффективность за счет того, что в его структуру будет входить банк, который бы обслуживал интересы участников группы и способствовал более эффективному и рациональному распределению финансовых ресурсов. Любой промышленный холдинг станет более мобильным и эффективным, если в его структуре находится банк, который способен в достаточно короткие сроки привлечь внешнее финансирование на достаточно выгодных условиях.

Одно дело привлечение внешнего финансирования группе компаний, а совсем другое - получение финансовых ресурсов с помощью банка. Так, если группа компаний хочет получить крупный заем, то для его получения ей необходимо подготовить отчетность не только по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) но и по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), что требует времени и затрат. Однако если в финансово-промышленную группу входит банк, то он в гораздо более короткие сроки способен привлечь финансовые ресурсы и грамотно распределить их.

В данном случае мы получаем более безопасную структуру холдинга, менее зависимую от воздействия внешних факторов.

При условии построения организационной структуры бизнеса с ходящем в его структуру банком возникает возможность построить более стабильную систему финансового планирования в группе компаний. Участники группы смогут использовать всю мощь инструментария финансового планирования при расчете плановых показателей и целевых значений, на которые должен будет ориентироваться персонал компаний. Отсутствие централизации расчетно-кассового обслуживания несет в себе как преимущества, так и недостатки. Но как видно из примера с МПБ, централизация управлениями денежными потоками в одном банке может привести к чрезмерно высоким рискам неплатежеспособности группы компаний.

С теоретической точки зрения, основными видами корпоративных организационных структур являются⁵:

1. Функциональная структура
2. Дивизионная структура
3. Матричная структура
4. Виртуальная структура

Функциональная организационная структура заключается в распределении различных функций внутри организации и создания иерархической вертикали по выполнению этих функций⁶. Например: у компании есть директор, который делегирует функции закупки, производства и продаж руководителям соответствующих отделов. Далее руководители отделов выстраивают свои собственные вертикали управления. Функциональная структура достаточно проста в применении и позволяет использовать эффект масштаба, что в свою очередь, снижает стоимость постоянных затрат на единицу продукции. основным недостатком этого подхода является наличие большого количества дублирующих функций, неэффективность и отсутствие гибкости в планировании, а особенно реализации целей компании.

Дивизионный подход построения внутрифирменных отношений оспаривает функциональный метод. Дивизионы (департаменты) — это подразделения, которые обладают относительной самостоятельностью. Управление ими происходит из штаб-квартиры. Принцип составления департамента может быть различным — географическим, продуктовым, клиентским (корпоративный, массовый)⁷. Например: компания разделена на три департамента, которые имеют собственные отделы закупок, производства и продаж. Эта форма управления компанией подразумевает то, что каждый департамент является мини-компанией внутри большой организации. Схема дивизионной структуры представлена в приложении. Исходя из данной схемы видно, что эффективность работы каждого из департаментов будет значительно выше,

⁵ Ссылка на книгу

⁶ <http://www.bibliotekar.ru/upravlenie-personalom-3/25.htm>

⁷ <http://kontur.ru/articles/223>

нежели чем при использовании функционального подхода. При данном методе центры ответственности меняются на 180 градусов. При такой схеме построения компании власть и полномочия по принятию управленческих решений находятся в руках руководителей департаментов, а не у руководителей функциональных подразделений⁸. Однако расходы на содержание такого вида компании могут превысить выгоды от данного типа построения организации.

Матричная организационная структура строится по принципу двойного подчинения исполнителей⁹. Целью создания матричной организационной структуры было комбинирование лучших качеств функциональной и дивизионной структур. Исполнитель одновременно подчиняется руководителю функциональной службы и руководителю определенного проекта. Например: программист подчиняется начальнику IT-отдела и одновременно участвует в отдельном проекте по созданию нового программного обеспечения, и подчиняется руководителю проекта. Также можно привести более сложный пример: компания разделена на три департамента: А, В, С; каждый из которых, имеет собственные отделы закупок, производства и продаж. При матричной системе управления менеджер, отвечающий за производство продукта для департамента В обязан отчетываться как перед департаментом, так и перед отделом производства. Получается, что у одного исполнителя два начальника. Практика показала, что когда у сотрудника более одного непосредственного руководителя, его эффективность значительно снижается, возникает конфликт интересов между отделами, а также ухудшается уровень морали внутри организации. Матричная структура хоть и существует как теоретическая концепция, но на практике она очень слабо распространена. Единственная индустрия, где матричная система управления работает на приемлемом уровне — это консалтинг. Консалтинг, а в особенности проектный менеджмент, способны работать на основе этой модели организации работы сотруд-

⁸ http://www.cfin.ru/management/iso9000/iso9000_orgchart.shtml

⁹ http://www.cfin.ru/management/iso9000/iso9000_orgchart.shtml

ников. Однако и эта отрасль применяет данную технику сугубо в экстренных случаях.

Основной идеей *виртуальной* организационной структуры выступает аутсорсинг. Концепция заключается в том, чтобы организация занималась только основным видом деятельности, а все сопутствующие звенья должны быть переданы на аутсорсинг. Этот тип структуры функционирования компании критикует очень много специалистов, аргументируя тем, что не только собственники компании теряют контроль, но и сам менеджмент не сильно осведомлен об обстановке дел в процессах, переданных на аутсорсинг. Однако очень важно отметить одно обстоятельство — компании генерируют выручку за счет своих основных видов деятельности, все вторичные процессы, чаще всего, являются центрами затрат и имеют опосредованное отношение к успеху компании. Когда наступил кризис 2009 года, пресса пестрила пресс-релизами банков, сообщающих о том, что они начинают процесс увольнений, реструктуризации долговых обязательств и фокусировке на основном виде деятельности. Это значит, что эти компании покупали значительное количество непрофильных активов. Что такое непрофильный актив — это бизнес, о функционировании которого компания имеет весьма смутное представление. Как только в экономике начинаются проблемы с экономическим ростом, крупные холдинги начинают избавляться от непрофильных активов. Зачем они это делают? Во-первых, им нужны наличные денежные средства, чтобы поддержать основные бизнес-операции. Во-вторых, держать на балансе такие активы становится невыгодно, так как инвестиционный климат изменился в худшую сторону и инвесторы не горят желанием вкладывать свои денежные средств в компанию в период турбулентности. Этот подход к улучшению вида баланса компании на английском языке называется “window dressing” - причисывание, подкрашивание баланса для создания видимости того, что у компании дела идут хорошо.

Соответственно у этого подход есть рациональное зерно, так как прямая обязанность компании это делать то, что она умеет. У сотрудников компании высвобождается время на увеличение объемов продаж.

Как показывает практика, использование виртуальной организационной структуры может быть эффективна, если процент аутсорсинга не велик. Виртуальная организационная структура может быть эффективно использована при условии ее незначительного использования в структуре холдингового управления. Это позволит увеличить скорость производственного процесса, снизить объем брака. Однако основные операции все же должны быть под непосредственным контролем головной компании, а не подрядчика.

Выбор той или иной орг. структуры применительно к каждому конкретному холдингу компании целесообразно осуществлять по следующим направлениям:

- Целесообразность с позиции соответствия размера и скорости развития холдинга и развития экономики в целом.
- Целесообразность с позиции затрат на функционирование данной орг. структуры.
- Допустимость использования для каждого конкретного холдинга на практике.

Очевидно, что чем меньше компания, тем проще скоординировать бизнес процессы в ней. По мере того как компании растут, их организационные структуры меняются вместе с ними. Случается, что компании переживают периоды бурного роста, но, в то же время, они не успевают перестроить свои внутренние бизнес процессы на новый лад. Это ведет к необоснованным потерям во времени, ухудшениям информационного обеспечения, роста межличностных конфликтов между разными департаментами. Соответственно чем больше компания, тем более сложная, а часто и запутанная, в ней организационная структура. Наличие большого количества предприятий, входя-

щих в группу компаний усложняет процесс управления и планирования на промышленном предприятии.

Отставание перестройки организационной структуры под новые нужды компании ведет к потере времени. Использование архитектуры построения бизнеса, которая не подходит для того или иного вида деятельности способно принести значительный вред компании. Из-за отсутствия налаженности внутренних бизнес-процессов у организации возникают различные проблемы. Организация начинает терять свои конкурентные преимущества, так как занята решением внутренних проблем, что негативно сказывается на темпах роста продаж компании. Более того, у компании растут операционные риски как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективах. В дополнение, важно отметить, что неправильная архитектура компании влечет за собой возникновение проблем в субординации и снижению морали персонала.

Однако часто организационная структура является препятствием для осуществления эффективной деятельности из-за следующего ряда причин:

- высокий уровень автономности ряда подразделений компаний, имеющих сложную иерархическую структуру;
- несогласованность действий и решений руководителей разных бизнес-единиц;
- высокий рост административных издержек, несоизмеримый с темпом роста самой компании;
- запоздалая перестройка организационной структуры под новые нужды компании;
- другие.

Тем не менее, в большинстве случаев, менеджмент не склонен рассматривать проблемы замедления темпов роста организации как причину неактивной организационной структуры, а трактует сложившуюся ситуацию как результат пресыщения рынка.

Обратимся к выбору организационной структуры с позиции поставленных выше задач:

- Целесообразность с позиции соответствия размера и скорости развития холдинга и развития экономики в целом

По нашему мнению, в условиях современной экономической нестабильности, главной причиной снижения эффективности организационной структуры является покупка/продажа непрофильных активов. Менеджеры подразделений, имеющих высокую степень свободы, по уровню полномочий могут сравниться с директорами средних предприятий¹⁰. Принимая решение о покупке необходимых основных производственных фондов для своего подразделения. такое подразделение приобретает непрофильный актив для всего холдинга в целом.

В целом, причинами приобретения непрофильных активов компаниями являются следующие:

1. передача непрофильного актива в качестве обеспечения по просроченному кредиту.
2. Незаконченный процесс диверсификации бизнеса по заранее намеченному плану.
3. Непродуманная инвестиционная деятельность или несопадающая с общей экономической стратегией бизнеса, единственной целью которой является обеспечение отдачи на вложенный капитал. Собственники бизнеса готовы вложить свободные денежные средства куда угодно, лишь бы использовать их как капитал.
4. приобретение непрофильных активов с целью дальнейшей перепродажи.

Анализ причин продажи непрофильных активов в российской и зарубежной практике позволил выделить следующие причины:

1. Отсутствие долгосрочной стратегии развития компании с учетом непрофильных видов деятельности. А это значит, что организации не продумывают свою долгосрочную программу развития, что ведет за собой приня-

¹⁰ Как правило, такие подразделения имеют статус центра доходов или центра инвестиций

тие быстрых инвестиционных решений, которые, как и все быстрые решения, небезопасны.

2. В преддверии IPO компания решает повысить инвестиционную привлекательность, путем продажи непрофильных активов. Таким образом, баланс денежных средств увеличивается, обязательства реструктурируются, переводятся на другие компании или урегулируются путем банкротства дочерних компаний.

3. Снижение эффективности деятельности группы компаний в целом. Непродуманная организационная структура группы компаний приводит к дублированию функций и увеличению административных издержек.

4. Недостаток опыта работы в данной сфере деятельности.

5. Отсутствие квалифицированного персонала, который был бы способен адекватно оценить текущую обстановку и взять на себя ответственность за выбор курса действий

6. Компания продает непрофильные виды деятельности, так как основной вид деятельности испытывает операционные трудности. Если это так, то это является признаком очень плохого финансового положения головного бизнеса. Известно, что ликвидационная стоимость продаваемых непрофильных активов чаще всего будет ниже справедливой стоимости (или рыночной стоимости). Причиной тому служат: внезапность принятия решения и скорость продажи непрофильных активов.

7. Недостаток свободных денежных средств, чтобы поддержать непрофильный бизнес. Если это так, то компания неадекватно оценила свои силы. Для того, чтобы инвестиционный проект начал себя окупать, в первую очередь, в него необходимо вложить значительные средства и силы.

Также возможен вариант того, что непрофильная деятельность не возвращает первоначальные инвестиции, то есть NPV проекта (чистая

приведенная стоимость) отрицательна. Если NPV проекта отрицательна, то это значит, что компания проигнорировала фундаментальные принципы инвестиционного анализа. Согласно этим принципам проект принимается, только если существует уверенность в том, что он выгоден, или, по крайней мере, окупится. Таким образом, размер и структура холдинга постоянно меняется в зависимости

- *Целесообразность с позиции затрат на функционирование данной орг. структуры, на наш взгляд, наиболее приемлемо оценить с позиции теории транзакционных издержек.*

Основателем теории транзакционных издержек является Рональд Коуз, который первым поставил вопрос о наличии издержек функционирования рыночного механизма. Теория транзакционных издержек является одной из ключевых концепций неинституциональной теории фирмы. В соответствии с этой теорией развитие как экономических, так и социальных отношений без транзакционных издержек становится трудно осуществимым процессом. Транзакционные издержки – это издержки сбора и обработки информации, издержки проведения переговоров и принятия решения, издержки контроля и юридической защиты выполнения контракта¹¹.

Первоначально данная теория рассматривала только те транзакционные издержки, которые сопутствовали рыночным отношениям за пределами компании. В более поздней модификации теория стала рассматривать также и издержки на информацию внутри компании.

Коуз выделяет следующие категории издержек:

1. Издержки поиска информации. Перед заключением любой сделки необходимо обладать информацией о потенциальных покупателях и продавцах определенных товаров и факторов производства, также необходимо знать текущие цены. Такие издержки формируются из временных затрат, затрат ресурсов, необходимых для поиска информации, а также из потерь, возникающих из-за неполноты и несовершенства полученной информации.

¹¹ http://www.masters.donntu.edu.ua/2001/fem/zhamoyda/publ_3.htm

2. Издержки ведения переговоров. Для того чтобы проводить эффективные переговоры об условиях обмена, на заключение и оформление контрактов необходимо отвлекать значительные ресурсы.

3. Издержки измерения. Любой продукт или услуга имеют определенные характеристики и требуют измерения. Часто процесс измерения может быть трудновыполнимым процессом из-за невозможности измерения тех или иных характеристик. К таким издержкам относятся затраты на измерительные приборы, на сам процесс измерения, на осуществление мероприятий, имеющих целью обезопасить стороны от ошибок измерения и потерь от таких ошибок.

4. Издержки спецификации и защиты прав собственности. В эту категорию входят расходы на содержание судов, арбитража, государственных органов, затраты времени и ресурсов, необходимых для восстановления нарушенных прав, а также потери от плохой их спецификации и ненадежной защиты.

5. Издержки оппортунистического поведения. Существует две основные формы оппортунистического поведения: моральный риск и вымогательство. Моральный риск возникает, когда одна сторона сделки полагается на другую. При этом получение действительной информации об ее поведении требует больших издержек или вообще невозможно. Вымогательство проявляется, когда несколько производственных факторов работают так тесно друг с другом, что каждый становится незаменимым для остальных производственных факторов. В такой ситуации возникает возможность для шантажа в форме угрозы выхода из группы.

Все вышеперечисленные виды издержек встречаются в условиях рыночной экономики. И именно эти издержки, по мнению Коуза¹², объясняют причины возникновения фирмы. Однако сами компании не лишены недостатков присущих открытому рынку. Организационная структура любой компании позволяет ей быть эффективной до определенных размеров. Неда-

¹² <http://www.sergeigiv.siteedit.ru/page48>

ром Сэр Ричард Брэнсон не позволяет принадлежащим ему компаниям становиться чрезмерно большими. Как только возникает риск формирования крупной и негибкой компании, собственник принимает решение о дроблении организации с целью сохранения эффективности бизнеса. Соответственно, знает он этого или нет, но он следует теоретическим концепциям выведенным Рональдом Коузом. Любая иерархическая структура внутри организации ведет к возникновению транзакционных издержек в части контроля за персоналом, контроля качества производимой продукции и оказываемых услуг, а также коммуникационных издержек.

Противоположностью транзакционных издержек выступают трансформационные издержки. Если транзакционные издержки имеют непосредственное отношение к издержкам на поиск информации, то трансформационные издержки связаны непосредственно с производством продуктов и услуг. И те и другие издержки органично связаны друг с другом. Если бы отсутствовали трансформационные издержки, не было бы базиса для возникновения транзакционных издержек и наоборот. Существует несколько подходов к классификации транзакционных издержек.

Значительный вклад в развитие теории транзакционных издержек внесли такие научные деятели как: Д. Норт, К. Эрроу, С. Чанг, К. Менар, О. Уильямсон, П. Милгром, Дж. Робертс.

К. Эрроу определяет транзакционные издержки как издержки эксплуатации экономических систем¹³. С. Чанг, в свою очередь, придерживался мнения о том, что транзакционные издержки присутствуют как в рыночной, так и в альтернативных рыночных системах. Так, в соответствии с его наблюдениями, максимальные транзакционные издержки наблюдаются в плановой экономике, что является индикатором ее неэффективности.

Д. Норт считал, что транзакционные издержки состоят из издержек оценки полезных свойств объекта обмена и издержек обеспечения прав и

принуждения к их соблюдению. Д. Норт выделил следующие типы транзакционных издержек¹⁴:

- издержки, связанные с поиском информации о рынках и складывающихся на них условий движения товаров и услуг;
- издержки по определению условий и оформлению сделок;
- издержки по выявлению качества товаров, затрат на разработку системы стандартов, на охрану фирменных знаков;
- издержки по защите правового режима с помощью юридической системы;
- потери за счет необдуманного (оппортунистического) поведения на рынке.

К. Менар, классифицирует транзакционные издержки иначе¹⁵:

1. Издержки вычленения. Этот процесс вызван различной степенью технологической делимости производственных операций;
2. Информационные издержки. Они включают издержки кодирования стоимости передачи сигнала, издержки расшифровки и издержки по обучению пользованию информационной системой;
3. Издержки масштаба. Эти издержки обусловлены существованием систем обезличенного обмена, требующего системы обеспечения соблюдения контрактов;
4. Издержки оппортунистического поведения.

Оливер Уильямсон делит транзакционные издержки на два типа: *ex-ante costs* (предполагаемые издержки) и *ex-post* (фактические издержки). Предполагаемые издержки включают в себя затраты на сбор информации, связанные до подписания договора. В свою очередь, фактические издержки составляют затраты на контроль и выполнение принятых на себя договорных обязательств в соответствии с подписанным контрактом. Очевидно, что *ex-*

¹³ http://www.masters.donntu.edu.ua/2001/fem/zhamoyda/publ_3.htm

¹⁴ А. И. Добрынина, Л. С. Тарасевич. Экономическая теория : учеб. для студентов вузов / С.-Петербург. гос. ун-т экономики и финансов. Изд-во: «Питер», 2004. – 544с.

¹⁵ http://www.aup.ru/books/m11/3_3.htm

ante costs преимущественно связаны со сбором информации из внешних источников. Размер этих издержек будет зависеть от:

1. Размера рынка — чем больше рынок, тем большее количество экономических агентов и, соответственно, больший объем информации, который требуется проанализировать
2. Необходимость измерений — количество характеристик транзакции, требующих измерения.
3. Система принуждения — законодательная база, регламентирующая контрактные отношения.
4. Идеологические установки - совокупность ценностей, методов, подходов, технических навыков и средств, принятых в бизнес сообществе в рамках устоявшейся традиции ведения экономических отношений в определенный период времени.

Ex-ante costs предшествуют сделке или, по крайней мере, возникают в ходе ее совершения. Ex-post издержки скорее больше связаны с контролем информации внутри организации. Этот вид транзакционных издержек связан с адаптацией к контракту после его подписания и планированию затрат на случай непредвиденных обстоятельств.

Милгром-Робертс, в свою очередь, классифицируют транзакционные издержки следующим образом¹⁶:

- издержки координации
- издержки мотивации

Издержки координации — это затраты, направленные на обеспечение временного и пространственного соответствия участников транзакции.

Издержки мотивации возникают после того как участники транзакции установлены. На данной стадии возникают издержки стимулирования участ-

ников для плодотворного сотрудничества. Оба типа издержек характерны как для рыночных транзакций, так и для внутрифирменных.

Таким образом, мы приходим к соответствующим выводам: две трактовки типологии транзакционных издержек содержат явные упоминания о наличии транзакционных издержек внутри организации. Основное внимание теории транзакционных издержек нацелено на рыночные отношения участников рынка. Однако внутриорганизационные транзакционные издержки ничуть не уступают в своей значимости и необходимости тщательного научного анализа и управления. Известно, что транзакционные издержки возникают по причине асимметрии информации (участники сделки имеют разную информацию об основных атрибутах сделки) и оппортунизма (недобросовестное поведение) участников экономических взаимоотношений. Важно отметить, что и внутри крупной организации роль экономических агентов выполняют подразделения одной и той же организации, которые преследуют интересы своих подразделений, а не компании в целом. Проблема внутрифирменных взаимоотношений характерно отражается в попытках головных офисов крупных компаний ввести элементы контроля за ценообразованием внутри компании путем установки трансфертного ценообразования.

Данный анализ позволил определить допустимость применения теории транзакционных издержек для внутрифирменного анализа. В соответствии с подходом Рональда Коуза наличие транзакционных издержек функционирования рыночного механизма обуславливает возникновение фирмы, как инструмент их минимизации. Однако и сама фирма не свободна от транзакционных издержек, что обуславливается неэффективностью организационной структуры компании и взаимодействия агентов внутри самой фирмы. Таким образом, возникает целесообразность определения эффективной внутрифирменной организационной структуры, которая бы генерировала наименьшее количество транзакционных издержек. Выявление эффективной внутрифирменной организации будет способствовать экономии на непроизводственных издержках, повысит прозрачность бизнес процессов компании, а также будет

¹⁶ П. Милгром, Дж. Робертс Экономика, организация и менеджмент: В 2-х т. / Пер. с англ. И.В. Розмаинского, Д.Е. Тетерина, К.А. Холодильникова под редакцией И.И. Елисеевой и В.Л. Тамбовцева — СПб. : Экономическая школа, 1999. — т. 1 – 472 с., т. 2 – 424 с.

способствовать снижению уровня бюрократизации предприятий промышленного сектора.

Проанализируем виды организационной структуры с позиции транзакционных издержек. Транзакционные издержки при функциональном построении внутрифирменных отношений возникают на уровне отделов, так как им приходится обрабатывать огромный объем информации от различных департаментов. Более того, у отделов может быть отмечена нехватка квалифицированных специалистов, которые бы понимали потребности каждого из департаментов. Данную проблему способен решить дивизионный подход к организации компании.

При дивизионном построении, безусловно, транзакционные издержки будут весьма малы в силу того, что каждый департамент будет иметь собственный отдел закупок, отдел производства и отдел продаж.

При матричном подходе транзакционные издержки будут невероятно велики, так как за информацией будет обращаться не только ответственный менеджер, но и самим отделам придется контактировать друг с другом. В результате возникает дублирование функций, которое теоретически должно было быть элиминировано.

Транзакционные издержки при виртуальном данном подходе будут невероятно велики, так как мало кто будет иметь представление об общей картине организации в целом. Однако если поставить систему контроля над операциями, переданными на аутсорсинг, то уровень транзакционных издержек будет снижен, но не до конца. В контексте транзакционных издержек, персоналу компании придется делать запросы на информацию в тех случаях, где бы при стандартной организации бизнеса им не пришлось бы этого делать. Важно не забыть про потерю времени при ожидании ответа на заданный запрос.

Проведенный анализ показал, что наиболее эффективной организационной структурой, с точки зрения теории транзакционных издержек, является

дивизионная внутрифирменная архитектура, широкое распространение которой во многом связано с современным трендом к укрупнению компаний.

Рост размеров компаний обусловлен рядом причин:

Руководство компаний ищет рациональные варианты управления подразделениями

1. Желание использовать эффект масштаба, что позволяет увеличивать доходность производимой продукции за счет снижения издержек на единицу продукции

2. Необходимость эффективно конкурировать на глобальном рынке. Малое предприятие не конкурентоспособно против большой компании. Для того чтобы успешно функционировать компании обязаны расти.

3. Крупные компании имеют расширенный доступ к финансовым ресурсам

4. Синергия, достигаемая в результате успешного слияния организаций, позволяет в разы увеличить эффективность и доходность операций группы компаний

Вместе с тем, наряду с положительными моментами, укрупнение объективно приводит к сложностям в управлении компании. Так неповоротливость и медлительность организации в части принятия решений ведет к росту бюрократизации во внутрифирменных бизнес процессах и снижению эффективности операций. Сложности в процессе координации деятельности различных подразделений приводят к тому, что каждый департамент нацелен на реализацию собственных задач и планов, а не общекорпоративных целей, а большое количество постоянных расходов, возникающих в результате функционирования служб, выполняющих обслуживающие функции, увеличивает платежную ведомость организации.

Огромными корпорациями становится очень трудно управлять. Особо сложно управлять компаниями с функциональной организационной

структурой. В ответ на данные трудности организации решили пойти по пути дивизионализации.

Дивизионализация — это разделение организации на независимые (автономные) подразделения и передача им ответственности за получаемую прибыль.¹⁷ Данная система управления компанией привносит гибкость в принятии управленческих решений и скорость, которой так не хватает крупным организациям с функциональной организационной структурой.

Компания с дивизионной структурой обычно разделена на обособленные подразделения в соответствии с производимыми или оказываемыми продуктами или услугами. Каждый дивизионный менеджер ответственен за все операции, относящиеся к соответствующему продукту или услуге. Каждое подразделение обычно носит статус либо центра доходов или инвестиционного центра. Важно вспомнить про разницу между центрами доходов и инвестиций.

Центр доходов отличается тем, что менеджеры такого центра отвечают не только за извлечение прибыли, но также и за контроль над издержками. Однако менеджеры, отвечающие за центр доходов, не могут принимать инвестиционные решения, что суживает степень ответственности за принимаемые решения.

Инвестиционный центр имеет те же характеристики, что и центр доходов. Дополнительной чертой выступает ответственность менеджера за принятие инвестиционных решений. Это означает, что руководители такого центра могут принимать стратегические решения, которые будут иметь долгосрочный эффект на поведение подразделения в будущем. Следствием делегирования таких больших полномочий выступает высокий уровень ответственности, возлагаемый на назначенного управленца.

В соответствии с делегированными полномочиями менеджеры могут принимать решения о ценообразовании, как производить продукт, как его продавать, какие производственные мощности покупать.

¹⁷ <http://www.vocable.ru/dictionary/660/word/divizionalizacija>

Среди преимуществ дивизионализации выделяют следующие качества:

- улучшение качества принимаемых решений;
- ускорение процесса принятия решений;
- рост мотивации персонала в следствии упрощения архитектуры управления компанией;

- топ-менеджеры могут уделять больше времени стратегическому развитию компании.

Однако как и любого другого явления, процесс дробления, имеет свои недостатки:

- чрезмерное дробление может внести неразбериху в компании и снизить уровень морали;
- большое количество подразделений может привести к потере видения единой цели;
- дивизионная организационная структура является самой дорогой из ныне существующих;
- большое количество департаментов может привести к потере контроля.

Поэтому для холдинговых структур чрезвычайно важно построение действенного процесса оценки деятельности подразделений и эффективной системы внутрифирменного контроля. Данные вопросы будут рассмотрены в следующем параграфе.

2.2. Оценка эффективности менеджмента структурных подразделений холдинга и внутрифирменный контроль

Необходимость «дробления» компании на департаменты привела к тому, что высшему менеджменту организации приходится оценивать эффективность каждого из подразделений по отдельности. Это, в свою очередь, привело к тому, что уровень нагрузки на топ-менеджеров значительно возрос. Также возник вопрос о том как объективно оценивать эффективность

каждого из подразделений. Проблема заключается в том, что применение единой системы оценки эффективности для подразделений, занятых различными процессами, по меньшей мере непродуктивно. В соответствии с возникшими проблемами ученые экономисты предложили менеджерам-практикам использовать следующие индикаторы, как инструменты оценки эффективности того или иного подразделения : ROI, RI, EVA.

Очень важно различать и грамотно применять индикаторы, отражающие результативность деятельности подразделения, в абсолютном и относительном выражениях. Профессионалы в сфере финансов более склонны доверять показателям эффективности деятельности организации, которые имеют абсолютное выражение. Относительные показатели эффективности деятельности более подвержены манипуляции со стороны заинтересованных лиц. Причина кроется в том, что относительные показатели стоят последними в цепочке обработки данных. Цепочка данных представлена на рисю 2.1

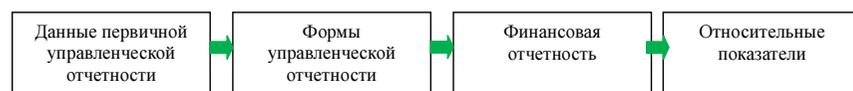


Рис 2.1. Последовательность обработки данных

Абсолютные показатели деятельности организации находятся на одну ступень выше чем, относительные показатели. Соответственно степень их достоверности выше в силу того, что для получения относительных показателей требуется произвести дополнительный расчет, в ходе которого эксперт может использовать дополнительные приемы «сглаживания» информации. Однако и абсолютные показатели также подвержены манипулированию. Единственным выходом стало использование обеих систем оценки эффективности бизнес-единицы — как относительных, так и абсолютных. Для более глубокого понимания вышеизложенных замечаний необходимо по отдельности разобрать каждую из техник оценки эффективности департаментов.

Коэффициент отдачи на капитал ROI или ROCE показывает в процентном выражении, какой доход был получен на вложенный капитал. Этот индикатор популярен по причине его простоты в использовании, нефинансовые менеджеры могут его понять без необходимости дополнительного обучения. Также этот коэффициент служит связующим звеном между балансом и отчетом о прибылях и убытках, что обеспечивает необходимую глубину анализа.

$$ROI = \frac{\text{Доход от инвестиций} - \text{Стоимость инвестиций}}{\text{Стоимость инвестиций}} * 100\%$$

Основные преимущества показателя:

- Показатель является относительной мерой измерения эффективности — это позволяет сравнивать подразделения, которые существенно отличаются друг от друга;
- Индикатор измеряется в процентах, что отражает преемственность и последовательность в анализе. Это обеспечивает необходимую базу для сравнения эффективности поведения подразделения;
- ROI по прежнему самый распространенный показатель, которым пользуется большинство менеджеров организаций.

Основные недостатки показателя:

- элементы расчета показателя и методы управления им могут привести к неправильным решениям со стороны менеджмента. Так, данный индикатор будет низок, если компания будет принимать крупные инвестиционные проекты, которые в свою очередь значительно снизят показатель. Это может привести к тому, что ответственный менеджер будет склонен использовать финансовый лизинг как возможный вариант сохранения показателя на нужном уровне. Однако эта мера, в долгосрочной перспективе, вероятно, скажется негативно на финансовых результатах компании;
- также ответственный менеджер может быть заинтересован в продаже активов подразделения, что, в свою очередь, повысит ROI;

- этот показатель демотивирует менеджмент принимать инвестиционные решения, что может привести к значительным проблемам в обозримом будущем.

Показатель остаточной прибыли RI, в отличие от коэффициента отдачи на вложенный капитал, является абсолютным показателем, а не коэффициентом. Этот показатель отражает величину оставшейся прибыли у инвестиционного центра за вычетом ставки доходности, требуемой собственниками организации. Различные инвестиционные центры одной компании могут иметь разные сопутствующие риски, что будет автоматически отражено в соответствующих вмененных процентных ставках. Формула выглядит следующим образом:

$$RI = \text{Чистая прибыль} - (\text{Вложенный капитал} * \text{Вмененная процентная ставка})$$

Данный показатель более предпочтителен, чем ROI так как:

- показатель остаточной прибыли будет расти, если департамент взял на себя прибыльные инвестиционные проекты;
- этот метод более близок к главной цели организации — увеличения благосостояния ее акционеров;
- RI более применим в процессе принятия управленческих решений;

Однако этот подход тоже имеет свои недостатки:

- калькулирование прибыли департамента за отчетный период несет в себе массу корректировок, которые могут, в той или иной мере, повлиять на достоверность полученных данных;
- денежное выражение величины активов должно постоянно контролироваться для того, чтобы показатель отражал адекватную картину;
- показатель остаточной прибыли не должен использоваться для сравнения компаний с разными объемами деловой активности — показатель

имеет денежное выражение, что автоматически создает предвзятое мнение в сторону большой компании.

Показатель добавленной экономической стоимости EVA оценивает величину превышения или недостатка прибыли от минимальной ставки доходности, на которую собственники и кредиторы могли бы рассчитывать, если бы они вложили свои средства в другие проекты со схожим уровнем риска. Данный показатель рассчитывается так:

$$EVA = NOPAT - WACC * \text{Book value of capital employed}$$

где:

NOPAT- чистая операционная прибыль после уплаты налогов

WACC – средневзвешенная стоимость капитала

Book value of capital employed - балансовая стоимость вложенного капитала

Экономическая добавленная стоимость является мерой экономической прибыли. Она определяется как разница между чистой операционной прибылью после налогов и альтернативной стоимости инвестированного капитала. Альтернативная стоимость капитала определяется средневзвешенной стоимостью капитала (заемных средств и акционерного капитала (WACC)) и суммой инвестированного капитала.¹⁸ Показатель EVA лежит в основе идеи о том, что стратегия компании должна измеряться на основании принципов добавления ценности для ее акционеров, нежели чем фокусировки на таких целях как рост выручки, или доли компании на рынке. Показатель EVA отражает, насколько менеджмент приносит или отнимает ценность компании за конкретный промежуток времени. Преимущества этого подхода заключаются в том, что: показатель отражает результаты деятельности компании в денежном выражении, а не в качестве коэффициента. Более того, EVA устанавливает связь между балансом и отчетом о прибылях и убытках, а также учитывает стоимость капитала при оценке того, добавляет ли компания ценность для своих акционеров. Также этим показателем намного сложнее манипули-

¹⁸ <http://www.sternstewart.com/?content=proprietary&p=eva>

ровать, чем другими данными бухгалтерской отчетности. Среди недостатков следует выделить то, что калькуляция показателя может быть очень сложной, количество корректировок может достигать 160 штук. Вследствие того, что показатель имеет абсолютное выражение, он будет показывать лучшие значения для крупных департаментов. Также важно отметить тот факт, что входящие данные для EVA носят исторический характер, что может поставить вопрос о своевременности представленных результатов.

Показатели ROI и RI служат взаимодополняющими инструментами оценки эффективности работы подразделений компании. Они не должны использоваться изолированно друг от друга, так как это приведет к предвзятости и узости проводимого анализа. Показатель фокусируется на увеличении благосостояния акционеров. Показатели ROI, RI, EVA могут оценивать эффективность работы департаментов компании. Однако ни один из этих показателей не отвечает на вопрос о том, как предупредить или заблаговременно определить действия менеджеров, которые ставят перед собой цель достижения краткосрочных результатов. В третьей главе будет представлена возможность использования абсолютного показателя — операционной прибыли как инструмента прогнозирования деятельности департаментов и компании в целом.

Основой эффективности внутрифирменного контроля является процесс установление контрольных точек - бенчмаркинг. Бенчмаркинг является современной тенденцией и заключается в предварительном оценивании, и сопоставлении бизнес-процессов, и существующих характеристик функционирования одной компании с лучшими компаниями в индустрии или передовым опытом других отраслей экономики.

Существует десять наиболее распространенных типов бенчмаркинга.

Процессный бенчмаркинг — основной целью выступает оценка и исследование процессов с целью установления передового опыта и новаций из нескольких источников, то есть из нескольких успешных фирм, подвергших-

ся оценке. Данный вид анализа необходим для выявления оптимальных, на данный момент, показателей затрат и эффективности на единицу измерения.

Финансовый бенчмаркинг — компания-инициатор производит сравнительный анализ, опираясь на инструментарий финансового анализа. Сравнение данных финансовой отчетности с целью выявления конкурентоспособности и эффективности компании является одним из самых распространенных видов бенчмаркинга в силу относительной доступности и открытости информационных потоков.

Инвестиционный бенчмаркинг — при таком построении анализа интересы инвестора имеют приоритетное значение. Сравнительный анализ проводится с целью выявления схожих компаний, которые могут выступить потенциальными инвестиционными проектами.

Бенчмаркинг эффективности — данная инициатива ставит перед собой цель выявления конкурентного преимущества фирмы путем сравнения продуктов или услуг с фирмами-конкурентами.

Продуктовый бенчмаркинг — это процесс разработки новых или усовершенствования существующих продуктов. Этот процесс может включать элементы копирования продуктов-аналогов с целью определения недостатков изделий конкурентов.

Стратегический бенчмаркинг — это самый масштабный вид анализа, который не ограничивается сектором экономики, в котором функционирует предприятия-инициатор анализа. Данный тип бенчмаркинга может изучать как связанные, так и совсем отдаленные индустрии экономики.

Функциональный бенчмаркинг — целью анализа выступает изучение только одной функции, которая нуждается в значительной модификации. Это самый узкий вид анализа, который отличается большим количеством уникальных характеристик.

Бенчмаркинг лучших в своем классе — данный вид исследования заключается в изучении лучшего в индустрии конкурента, который превосходит остальных в использовании конкретной функции.

Операционный бенчмаркинг — акцентирует внимание на базовых операционных процессах. Этот тип бенчмаркинга анализирует больший объем процессов, чем функциональный бенчмаркинг.

Энергетический бенчмаркинг — в силу удорожания энергетических ресурсов, компании все чаще обращают внимание на уровень своего энергопотребления, и энергозатрат на единицу продукции. Такие исследования предпринимаются в отраслях с высоким уровнем конкурентного давления, а также в индустриях, которые находятся под пристальным взглядом государства и общественности. Энергетический бенчмаркинг может быть как внутренним, так и внешним. Внутренний анализ может проводиться между внутренними подразделениями одной организации. Внешний анализ будет исследовать энергоэффективность компаний-конкурентов.

Стандартный процесс бенчмаркинга выглядит следующим образом:

- Система критериев.

В самом начале определяется слабое звено в цепочке бизнес-процессов компании. На основании выявленных недостатков выстраивается система критериев, которые будут служить основой для оценки успешности проведенных мероприятий, определения подхода и типа бенчмаркинга, а также определения передового опыта.

- Сбор данных.

После выявления системы критериев наступает очередь сбора данных и информации, выстраивание отношений с менеджментом компании, согласование протокола оценки, нахождение консенсуса в терминологии и мерах, которые будут использованы для упомянутых целей.

- Анализ результатов.

Анализ результатов предпринятых мероприятий, оценка расхождений, поиск ответов на причины пробелов в бизнес-процессах. Полученные результаты обобщаются, и на их основе выстраивается реалистичная картина возможных исправлений, которые менеджмент компании может начать внедрять в проблемные бизнес-процессы.

- Рекомендации.

На данной стадии происходит продвижение полученных рекомендаций, анализ возможности реализации исправлений в соответствии с ограничениями, в которых вынуждена функционировать организация. Поиск поддержки со стороны заинтересованных лиц для реализации необходимых изменений.

- Мониторинг и оценка.

Пятый этап включает в себя мониторинг и оценку процесса бенчмаркинга и результатов от проведенных исправлений в соответствии с целями бизнеса, документирование выявленных результатов, а также периодическое обновление контрольных показателей.

Использование техники бенчмаркинга может принести значительные выгоды для компании в виде выявления пробелов в собственных бизнес-процессах, путем сравнения результатов деятельности своей компании с результатами деятельности компании, выступающей в качестве базы для сравнения. Компания сможет получить и применить передовой опыт, на основе знаний успеха других компаний, а также минимизировать сопротивление со стороны собственных работников в части обоснования необходимости проведения изменений. Техника бенчмаркинга доказывает необходимость постоянного изменения в лучшую сторону. Вместе с тем, реализация процесса бенчмаркинга может нести определенные сложности. Бенчмаркинг может быть дорогим и трудозатратным мероприятием — очень важно понимать превысят ли потенциальные выгоды от анализа те издержки, которые будут связаны с его проведением. В дополнение следует сказать, что доступность информации может стоять под вопросом. Другие организации могут не захотеть предоставить нужную информацию. Для объективного анализа бизнесов, функции должны быть, в значительной степени, схожими, в противном случае сравнивать их нельзя. Компании должны быть максимально точны в выборе функции, которая нуждается в бенчмаркинге. Например: если компания хочет проанализировать уровень сервиса обслуживания клиентов, то она

должна выбрать конкретную субфункцию, а не весь процесс в целом. Такой субфункцией может выступить количество принятых звонков или количество отправленных приглашений. Степень успешности бенчмаркинга будет зависеть от решительности топ-менеджмента, который должен быть готов действовать и вносить необходимые коррективы в ответ на результаты проведенного исследования. Результаты проведенных мероприятий должны быть объективно интерпретированы. Так компании должны быть оценены на основе единой базы сравнения. Данные должны быть скорректированы в соответствии с различиями в данных финансовой отчетности, возникающих в результате применения разных учетных политик компаний, внешних факторов, которые оказывают непосредственное влияние на сферы деятельности, которые подверглись анализу. Организации должны фокусироваться на исследовании тех бизнес-процессов, которые приносят экономические выгоды и имеют непосредственное влияние на уровень удовлетворенности клиента, а также значительно влияют на главные финансовые результаты организации.

Таким образом, применяя бенчмаркинг, менеджмент компании сможет выявить резервы для дальнейшего развития и добиться реализации долгосрочных целей с минимальными затратами.

2.3. Управление транзакционными издержками

В предыдущих параграфах мы представили вопросы влияния структуры предприятия на эффективность его бизнес-процессов. Неоптимальная структура построения крупных компаний привела к тому, что организации столкнулись с проблемами потери конкурентоспособности, роста операционных рисков, возникновения проблем субординации и снижения морали персонала. В ряде случаев эти проблемы сопровождалась продажей непрофильных активов. Для того чтобы найти пути решения этих проблем мы обратились к теории транзакционных издержек, которая подтвердила наши предположения о причинах указанных проблем – неэффективности построения внутренней архитектуры крупных компаний. Анализ показал, что самой

эффективной организационной структурой, с точки зрения теории транзакционных издержек, является дивизионная организационная структура. Данное наблюдение совпадает с современным трендом укрупнения компаний и применения дивизионного подхода, как эффективного метода внутрифирменного управления. Для того чтобы контролировать эффективность работы крупных департаментов было предложено использование таких показателей эффективности как ROI, RI, EVA и передовых методик бенчмаркинга.

Теория транзакционных издержек позволила определить дивизионную организационную структуру, как самый эффективный метод построения внутренней архитектуры компании, ведущий к наибольшей минимизации (экономии) издержек на информацию. Однако важно отметить, что этот подход не решает проблему полностью. Транзакционные издержки всегда были и будут в любом бизнесе. В таком случае встает вопрос о методах управления такими издержками, также как и любыми другими видами затрат. В век информационных технологий, когда стандартные методики управления бизнесом перестают отвечать духу времени, компаниям становится все сложнее находить дополнительные возможности снижения затратной составляющей бизнеса. Все методы снижения затрат давно изучены и, в общем целом, не приводят к положительным результатам. Более того, нельзя снижать затраты до бесконечности. Если увлечься этим процессом, то компания потеряет те ключевые факторы производства, которые позволяли производить продукт или услугу, востребованные на рынке. Именно поэтому новый подход к управлению неявными затратами предприятия становится столь актуальным. В данном исследовании предлагается два метода управления транзакционными издержками:

- Метод, использующий теорию принятия решений;
- Метод, использующий информационные технологии.

Теория принятия решений предоставляет свой инструментарий для эффективного управления издержками на информацию. Основы теории принятия решений были разработаны Джоном фон Нейманом и Отто Моргенштер-

ном. Главная цель этой теории - рационализировать процесс принятия решений. Основным инструментарием теории выступают методы математики, статистики, экономики, менеджмента и психологии.

В этой теории есть термин: "ожидаемая стоимость полной информации". Стоимость полной информации - это та цена, которую компания готова бы была заплатить за получение доступа к такой информации. Примерами полной информации могут выступить решения о том, какую цену установить на производимую продукцию, где производить и где продавать продукт, кому продавать.

Если оперировать данным экономическим термином, то все выгоды в виде снижения затрат отражают стоимость полной информации. Кумулятивный эффект данного процесса: снижение затрат, увеличение инвестиционной привлекательности компании, составляют приблизительную оценку стоимости качественной информации. Транзакционные издержки – это издержки на поиск информации. Соответственно если организация будет обладать доступом к полной информации, то транзакционные издержки будут стремиться к нулю. К такому положению вещей стремятся все компании. Все экономии на издержках, по своей сути, являются доходом, который компания смогла сгенерировать путем использования своих внутренних ресурсов. В данном случае этими ресурсами выступили интеллектуальные и информационные источники. Теория принятия решений может дополнить теорию транзакционных издержек путем анализа последних с помощью инструментария, предоставляемого концепцией ожидаемой стоимости полной информации. Формула расчета стоимости полной информации выглядит следующим образом¹⁹:

$$V_{pi} = EV_{1pi} - EV_1$$

V_{pi} – (value of perfect information), стоимость полной информации

EV_{1pi} - ожидаемая сумма дохода при наличии полной информации

EV_1 - ожидаемая сумма дохода без доступа к полной информации (то есть сумма дохода в нормальных условиях)

¹⁹http://en.wikipedia.org/wiki/Expected_value_of_perfect_information

Внимание автора нацелено на разбор транзакционных издержек внутри компании, так как это позволяет провести более детальный анализ субъекта экономической деятельности и через этот анализ экстраполировать полученные данные на совокупность в целом.

Допустим, сумма экономии с помощью доступа к полной информации составляет 5,000,000 рублей. Соответственно, если транзакционные издержки меньше пяти миллионов, то организация не станет покупать информацию за указанную сумму, так как стоимость приобретения не приносит экономической выгоды. Таким образом, в получении доступа к полной информации будут заинтересованы организации с высоким уровнем транзакционных издержек. У таких компаний величина транзакционных издержек будет на порядок выше стоимости ее приобретения. Именно для таких компаний эта проблематика наиболее актуальна. Экономические выгоды от использования полной информации будут существенно выше затрат только в крупных компаниях, так как они, безусловно, больше всех подвержены транзакционным издержкам. Суть заключается в том, что если мы способны сгенерировать эффективные управленческие решения, которые повысят доходность производимой продукции или оказываемых услуг, то это автоматически становится элементом полной информации. В соответствии с этой информацией, менеджмент компании способен оценить каждый свой шаг более объективно, что, в свою очередь, снижает уровень транзакционных издержек из-за увеличенной прозрачности и достоверности внутрифирменных транзакций. Система внутрифирменного контроля приведет к снижению уровня транзакционных издержек и коррупционной составляющей.

Если в текущем году у нас возник рост чистой прибыли не по причине увеличения объема продаж, то этот рост (величина изменения) является стоимостью полной информации в денежном выражении. Даже если рост возник от увеличения объема продаж, то и это может отражать стоимость полной информации, которая позволила совершить успешную сделку, но это уже за

пределами внутрифирменного анализа, на котором автор фокусирует свое исследование.

Допустим, у нас есть компания, которая в течение трех лет увеличивает чистую прибыль на протяжении всего анализируемого периода, без значительного увеличения объема продаж. Используя стандартные техники экономического анализа мы можем проанализировать работу менеджмента компании над:

- прямыми издержками;
- косвенными издержками;
- финансовым менеджментом;
- налоговым планированием.

Рост валовой прибыли свидетельствует о повышении эффективности управления прямыми издержками компании. Снижение административных и управленческих расходов свидетельствует о рациональном управлении постоянными издержками, а также оптимизации внутрифирменных бизнес-процессов. Эффективность финансового менеджмента оценивается величиной полученных экономических выгод от вложения свободных денежных средств. Снижение налогооблагаемой базы отражает профессиональное отношение к вопросам налогового планирования.

Данные показатели и база для сравнения являются, преимущественно, закрытой и конфиденциальной информацией, так как они являются компетенцией организации, и ее конкурентным преимуществом в текущий период времени. Поэтому внешний пользователь финансовой отчетности может только строить догадки и интерпретировать успешность компании исходя из публикуемой отчетности организации.

Экономия по каждой из вышеперечисленных статей является результатом эффективных управленческих решений. Сумма экономии является одной из составных частей от использования информации, более совершенной, нежели чем при обычном ведении дел.

Соответственно, стоимость полной информации (с точки зрения внутрифирменного анализа) — это сумма действий, направленных на увеличение эффективности существующих бизнес-процессов и сопутствующих обслуживающих операций, которые приводят к наибольшей эффективности организации.

Таким образом, теория принятия решений теоретически обосновывает необходимость управления транзакционными издержками, как способа получения более полной информации и метода достижения более эффективных управленческих решений.

Как концепция ожидаемой стоимости полной информации может помочь в мероприятиях по управлению и снижению транзакционных издержек? Ответ на данный вопрос даст существующая практика компаний по привлечению внешних консультантов для решения проблем бизнеса. Почему компании заказывают услуги аудиторов (инициативный аудит), управленческий, налоговый, инвестиционный консалтинг? Компании платят большие деньги за эти услуги, а это значит, что они платят за доступ к информации о самих себе.

Компании не обладают полной информацией о себе в силу разных причин. Среди основных причин могут быть: отсутствие возможности взглянуть на деятельность компании со стороны, отсутствие профессиональных навыков, недостаток квалифицированного персонала. Соответственно выгоды от привлечения экспертов со стороны выше затрат на их услуги. В противном случае данная деятельность не имела бы смысла. Экономическая выгода, полученная от внешних консультантов, может быть воспринята как элемент стоимости полной информации. Экономическая выгода может иметь вид:

- оптимизация налогообложения, а именно сокращение налогового бремени за счет использования легальных инструментов налогового планирования и налоговой оптимизации;

- построение оптимальной системы управленческого учета для конкретно-заданной компании;
- построение системы финансового менеджмента, который бы отвечал миссии компании и удовлетворял интересы акционеров и связанных лиц;
- помощь в выработке или адаптации существующей стратегии компании в краткосрочной перспективе, что позволит выполнить долгосрочные планы компании.

Именно поэтому в крупных компаниях в состав совета директоров введены независимые директора, которые используют свое независимое и свободное от профессиональных предрассудков суждение, чтобы оценить деятельность совета директоров и непосредственных исполнителей в управлении компаний.

Резюмируя данный анализ можно сделать следующие выводы.

транзакционные издержки имеют непосредственную связь с теоретической концепцией о стоимости полной информации, так как они отражают эффективность или пагубность принимаемых решений, как менеджмента компании, так и организации в целом. транзакционные издержки гармонично вписывается в базовую формулу ожидаемой стоимости полной информации $V_{pi} = EV_{ipi} - EV_i$

Концепция ожидаемой стоимости полной информации не только обосновывает необходимость управления транзакционными издержками, но и преподносит теоретическую базу, объясняющую существенность выгод от привлечения внешних консультантов. Таким образом, западная практика привлечения внешних консультантов имеет под собой весьма серьезный теоретический базис. Отечественные компании, в большинстве своем, скептически смотрят на данную практику. Однако наличие теоретического обоснования и практической базы могут подтолкнуть российские компании пользо-

ваться советами независимых экспертов, что приведет к улучшению их финансового положения и усилению Российской экономики в целом.

Второй метод управления транзакционными издержками полностью основывается на современных достижениях в сфере информационных технологий. В настоящее время информационные технологии позволяют одному человеку совершать операции, на которые 20 лет назад требовался бы целый отдел профессионалов. Традиционные концепции развития бизнеса радикально изменились. Если раньше маленькая компания не могла конкурировать с крупной, то теперь компании без активов и персонала способны генерировать прибыли в разы превышающие доходы организаций с большими производственными фондами. Интернет компании с одним веб-сайтом могут быть выше оценены участниками рынка, чем организации с большим персоналом и производственными мощностями. Конечно, в данной системе оценки стоимости IT компаний прослеживается явный «пузырь» (переоценка стоимости), но, на сегодняшний день, признаков того, что эти компании будут оценены по более справедливой стоимости нет. Сфера услуг доминирует на рынках и с этим нужно считаться.

Стремительное развитие информационных технологий существенно упростило работу подразделений компаний, особенно тех, где объем документооборота достигает колоссальных масштабов. Стоит отметить, что все нововведения в информационных технологиях сначала внедряются банками, так как у них хватает средств на это, а так же, потому что они постоянно испытывают необходимость в увеличении эффективности собственных бизнес-процессов в силу растущей конкуренции на развитых рынках.

Существует два наиболее распространенных типа программных продуктов, которые значительно снижают уровень транзакционных издержек на предприятии. Первый это ERP system (Enterprise resource planning system - Система управления ресурсами предприятия), а второй CRM system (Customer relationship management system - Система управления отношениями с клиентами). ERP система рационализирует и оптимизирует работу подразделе-

ний компании. Это отражается на ускорении оборачиваемости материальных запасов, снижении процента брака на производстве, уменьшении управленческих и административных затрат. ERP системы выполняют унифицирующую роль внутри компании, позволяющую спроектировать оптимальную архитектуру бизнес-процессов. Рассчитать экономию на транзакционных издержках весьма просто. транзакционные издержки подлежат измерению следующим образом:

- сравнить количество трудовых часов, потраченных на поиск информации до введения ERP системы и после ее инсталляции;
- сравнить количество трудовых часов на ведение переговоров и согласование до установки ERP системы, и после начала ее работы;
- оценить разницу в потере времени на измерение, спецификацию и защиту прав собственности до введения ERP системы и после ее установки.

Современные методы учета рабочего времени позволяют идентифицировать и структурировать рабочее время, потраченное на согласованные цели, поэтому экономию на транзакционных издержках можно измерить в количественном выражении, а следовательно, и в денежном. В отличие от ERP систем, CRM программы нацелены на качественное улучшение работы отделов непосредственно связанных с поиском новых и обслуживанием существующих клиентов. Практика показала, что CRM системы увеличивают эффективность менеджеров по продажам в 2 раза. Количество успешных продаж склонно быть прямо пропорциональным увеличению количества контактов с потенциальными клиентами. В контексте CRM систем оценить вклад информационных технологий в снижение транзакционных издержек можно путем сравнения показателей выручки, сгенерированной данным подразделением, с предыдущим периодом, без использования CRM систем, а также путем сравнения трудозатрат и времени на поиск клиентов с использованием новой программы и без нее.

Глава 3. Синергия как доминирующая особенность холдинговых структур в системе бюджетирования

3.1. Понятие и виды синергии и ее отражение в холдинге

Стратегия создания и развития интегрированных структур экономики, ориентированная на рост стоимости бизнеса, активно использует факторы наращивания стоимости, обусловленные реализацией целого ряда преимуществ, связанных с высокой степенью концентрации производства и капитала.

Важным стратегическим фактором управления стоимостью интегрированного бизнеса является синергетический эффект. Этот фактор имеет приоритетное значение как для вертикально интегрированных бизнес-объединений, так и при интеграции диверсифицированных бизнесов.

Следует отметить, что научные дискуссии рассматривают проблему синергии преимущественно при обосновании и реализации стратегических решений, связанных со слиянием и поглощением, где реальный эффект существенно зависит от уровня затрат на слияние и поглощение. Значительно в меньшей степени исследована проблема синергии для действующих интегрированных структур, функционирование которых априори сопровождается синергетическим потенциалом. Однако степень реализации и, соответственно, величина синергетического эффекта действующих интегрированных структур определяется не только характером интеграции, но и эффективностью управления. Реальное достижение синергизма – есть важная составляющая эффективного стратегического управления интегрированным бизнесом. Следует отметить, что синергия в экономической литературе определяется (в переводе с греческого – содружество, соучастие) как согласованное, взаимно усиливающиеся действие двух или нескольких подсистем, увеличивающие упорядоченность (уменьшающие энтропию) системы в целом, в результате чего единая система производит больший эффект, нежели все ее подсистемы по отдельности. В бизнесе синергия означает преимущество

группы предприятий (компаний) по сравнению с их разрозненной деятельностью.

В определении синергии заключены две основные идеи:

1. Достижение упорядоченности в системе. Это означает, что синергия является результатом целенаправленного управления.

2. Синергия – результат объединения подсистем, которые могут быть как и положительные, так и отрицательные, при этом, положительный эффект описывается формулой $2 + 2 = 5$, а отрицательный $-2 + 2 = 2,5$.

3.1.1. Виды и основные классификации синергии

В системе управления интегрированным бизнесом синергизм должен рассматриваться как неоднородное, многозначное, сложно структурированное явление, охватывающее различные функциональные направления деятельности компании. Анализ отечественной и зарубежной экономической литературы позволил выделить следующий целый ряд видов синергии, которые можно классифицировать по следующим признакам.

По видам ресурсов, подлежащих интеграции:

- операционная синергия – обусловлена эффектом масштаба и проявляется преимущественно в двух формах – увеличении доходов и снижении затрат (более полный перечень факторов представлен на рис. 2.1). Реализация данного вида синергии опирается в основном на управленческие способности команды, коренные компетенции участников объединения, позволяющие им достигать успехов в конкуренции и отличающие эти компании в рамках их конкурентного ландшафта;
- инвестиционная синергия – проявляется в экономии инвестиционных ресурсов и обусловлена широкой инвестиционной мощностью компании и вытекающими из этого последствиями оптимизации инвестиционных возможностей, обеспечивающей реализацию стратегии наращивания стоимости;
- финансовая синергия – проявляется в более дешевых источниках и способах финансирования текущей деятельности и роста. Дополнительно, при

организации холдинга, данный вид синергии описывает влияние покупки контроля на инвестиционные (деловые и финансовые) риски объединенной компании (рис. 3.2);

- управленческая синергия – обусловлена экономией управленческих затрат, значительно меньшим количеством неэффективных управленческих решений в силу высокого профессионального уровня менеджмента и спецификации его деятельности;
- информационная синергия – порождена использованием общих каналов информации, широкой доступностью этих каналов и их эффективностью, значительно большей возможностью получения достоверной и полной информации о конкурентах, о национальных и региональных фондовых рынках и бизнес-инициативах.



Рис. 3.1. Факторы, определяющие реализацию операционной синергии



Рис. 3.2. Возможности достижения финансовой синергии

Помимо этого, синергию можно классифицировать в зависимости от входящих в корпорацию видов бизнеса.

1. Политическая. Заключается в объединении «особых» отношений отдельных бизнесов и переводе данных отношений на более высокий уровень. Использование «особых отношений» корпорации для поддержки отдельных бизнесов за пределами их возможностей.

2. Финансовая. Заключается в создании единого бюджета развития и использовании его средств для коренного изменения положения отдельных бизнесов.

3. Маркетинговая. Форма создания – стратегический маркетинг для бизнесов, идентификация новых направлений деятельности и новых рынков, помощь при выходе на новые рынки.

4. Производственная. Заключается в идентификации производственных возможностей и организации взаимных поставок для большей загрузки мощностей.

5. Инновационная. Заключается в идентификации и распространении технологических ноу-хау и передовых систем внутри корпорации.

6. Кадровая. Заключается в создании команды специалистов с разнообразными способностями и опытом и ротацией кадров между подразделениями корпорации. Позволяет привлекать особо ценных специалистов перспективами карьерного роста и надежности крупной корпорации.

Помимо представленных классификаций, выделяют синергии:

- *внутрикорпоративную* (синергия бизнес-единиц и общих сервисных подразделений создается на практике разными путями, традиционно начинается с определения стратегии на уровне топ-менеджмента организации с последующим «каскадированием» этой стратегии на уровень всех операционных и сервисных подразделений. Иным путем создания внутрикорпоративной синергии является построение системы «снизу вверх»);
- *синергию с внешними организациями* (корпорация имеет дополнительные возможности достижения стратегического соответствия за счет разработки долгосрочных планов, определяющих взаимосвязи с советом директоров и внешними партнерами, такими как клиенты, поставщики и партнеры по совместному предприятию. Определяющим синергию с внешними организациями фактором становится уменьшение операционных издержек и установление единых целей во взаимоотношениях со стратегическими партнерами).

В зависимости от направления интеграции холдингов можно выделить *системную синергию* и *синергию от переноса компетенции*.

Системная синергия может достигаться или за счет централизации отдельных бизнес-процессов, или за счет интеграции предприятий по цепочке

создания ценности. Интеграция предприятий по цепочке создания ценности приводит к созданию вертикально интегрированных холдингов. При этом эффект синергии будет менее значительным, чем при централизации бизнес-процессов, но все же он будет. Более четкое взаимодействие интегрированных предприятий позволяет, например, улучшить процесс планирования и уменьшить время простоев, что приводит к увеличению загрузки производственных мощностей. Примером могут служить нефтяные компании, которые интегрируют предприятия, занимающиеся добычей нефти, ее переработкой, и сети бензоколонок.

Синергия от переноса компетенции состоит в том, что управляющая компания обладает какой-нибудь уникальной компетенцией, которая способна обеспечить конкурентоспособность на рынке. При включении предприятия в холдинг данная компетенция переносится на вновь приобретенную бизнес-единицу.

3.1.2. Условия достижения синергетических эффектов и оценка эффективности

Следует отметить, что различные виды синергии связаны между собой, что усложняет оценку синергетических эффектов. В целом все синергетические эффекты можно описать поведением нескольких переменных, обуславливающих рост стоимости бизнеса, и, прежде всего, снижением деловых, финансовых и инвестиционных рисков, сокращением операционных расходов и увеличением прибыли, снижением потребности в инвестициях при доступности широкого спектра источников их финансирования и их относительной дешевизной.

Однако даже синергизм, который четко определен, часто не может быть реализован при действующей в интегрированной бизнес-группе системе управления, основанной на уникальном сочетании рыночных и иерархических механизмов координации в системе управления группой объединенных компаний. Так, несмотря на кооперацию, дочерние компании часто конкурируют друг с другом; используемые в системе управления методы и механиз-

мы привлечения и распределения финансовых и инвестиционных ресурсов в группе также могут снижать потенциальный синергетический эффект.

К условиям достижения синергетического эффекта можно отнести следующие:

- постановка четких целей на всех уровнях иерархии;
- доведение поставленных целей до всех сотрудников;
- приоритет – планам, нацеленным на создание дополнительной стоимости;
- сбалансированность краткосрочных выгод и долгосрочных ценностей;
- постоянный контроль и анализ процесса преобразований;
- постановка четких целей на всех уровнях иерархии;
- сбалансированность краткосрочных выгод и долгосрочных ценностей;
- прозрачность, разъяснение сотрудникам политики преобразований;
- создание и внедрение новых технологий;
- создание и распространение новых продуктов;
- выход на новые рынки;
- укрепление конкурентных позиций на рынке.

В связи с этим система управления интегрированными структурами должна выполнять функцию удовлетворения потребности бизнеса в извлечении преимуществ из взаимосвязи между бизнесами и компаниями объединения как важного специфического фактора создания стоимости.

В целом, по разным оценкам, управленческие решения по отношению к синергии осуществляются в рамках трех сценариев:

- потеря 15% от собственного капитала с вероятностью 100% в случае некомпетентного управления синергией;
- премия 5% от размера собственного капитала с вероятностью $(45 + 5) / 2 = 29,5$ в случае принятия компетентного решения в процессе управления синергией;
- премия в 20–35% к собственному капиталу с вероятностью 100% в случае применения компетенции в синергии к ее разрушению.

В любом случае, инвестор или собственник принимает решение о том, какую максимальную сумму он готов потратить на проект и какой рост капитализации он прогнозирует на основе количественной оценки синергии. Количественная оценка синергии выглядит следующим образом (рис. 2.3) и выражается в оценке стоимости объединенной компании и прогнозной стоимостью бизнеса с текущей структурой активов. То есть рассчитанное значение синергетического эффекта является функцией стоимости роста стоимости бизнеса.

$$\Delta V = V_{synergy} = \sum_{i=1}^n \frac{\Delta FCFE_i}{(1 + r_e^{eff})^i}$$

С учетом финансовой синергии

↑
↓
↙ ↘
Экономия

Где:
 $\Delta FCFE$ (free cash flow to equity) – поток денежных средств для акционеров;
 ΔS (sales) – прирост выручки;
 ΔC (costs) – экономия для расходов;
 ΔT (tax) – экономия на налоге на прибыль;
 $\Delta Capex$ (Capital expenditure) – экономия на капиталовложениях;
 ΔNWC (net working capital) – экономия на инвестициях в оборотный капитал;
 $\Delta Dept$ – прирост чистого долга;
 Re (return) – доходность акционерного капитала (барьерная ставка).

Рис. 3.3. Количественная оценка синергии: общий подход

Стоимость, которую могут создать синергетические эффекты, определяется на основе сопоставления внутренних возможностей компании и возможностей бизнес-единиц, до и после реорганизации. В самом общем виде расчет производится суммированием экономий на масштабе (эффекта, получаемого за счет объединения управленческого персонала, функциональных

служб и т.п.) и таких эффектов масштаба, как перекрестные продажи, доступ к новым рынкам, трансфер технологий, расширение географии присутствия с новыми возможностями (увеличением рыночной мощи, операционными и финансовыми возможностями). Из этого необходимо вычесть издержки на реализацию таких эффектов. В общем виде, например, NPV стратегия поглощения представляется простой формулой = синергия – премия.

Таким образом, количественная оценка синергии предусматривает построение четкого сценария (плана) получения выгод от сделки в прогнозном горизонте планирования (5–7 лет), который систематизирует допущения о целевых источниках синергии и определяет мероприятия, необходимые для материализации эффектов в «дельту» (прирост) финансовых результатов или стоимости бизнеса. Для таких расчетов, как правило, используют DCF-метод, где в денежные потоки по текущему бизнесу добавлены доходы, расходы и инвестиции, возникающие в процессе слияния и интеграции активов.

Следовательно, методика расчета синергии, как и любой другой базовой оценки, использует базовые подходы к оценке стоимости. Специфика оценки синергии открывается посредством анализа ее источников и на этой основе установления допущений о достижении выгод в процессе интеграции активов. На практике для оценки синергии часто используют комбинацию нескольких методов и выводят средневзвешенное значение диапазона справедливой стоимости бизнеса и синергии. Помимо этого для управления инвестиционными рисками в процессе управления холдингами в мировой практике используют инструмент реальных опционов (как правило, модель Блэка–Шоулза).

При расчете синергии все обозначенные источники прорабатываются на состоятельность, затем – материализуются в прогнозе реальных поступлений и затрат от краткосрочных и долгосрочных эффектов, формирующих денежные потоки бизнеса, которые в конечном итоге определяют его рыночную стоимость. Краткосрочный эффект ориентирован на сокращение затрат и высвобождение финансовых ресурсов для инвестиций в долгосрочное раз-

витие. Достигается подобный эффект за счет устранения дублирующих функций, активов, процессов, использования перекрестных продаж и т.д. Долгосрочный связан с реализацией скрытых возможностей холдинга, в котором оптимизированы бизнес-процессы, используются активы совместно и т.д., а также раскрываются новые стратегические возможности в результате объединения компетенций. Стратегические возможности выражаются в выходе на новые рынки, разработке новых продуктов, технологий и т.д. и т.п.

Особое внимание уделим так называемой *внутрикорпоративной синергии*, которая достигается за счет интеграции и оптимизации бизнес-процессов на основе внедрения инструментов стратегического процессно-ориентированного бюджетирования. В данном случае количественная оценка синергии подразумевает построение четкого сценария получения выгод от внедрения системы финансового планирования в горизонте 5–7 лет, который систематизирует допущения о целевых источниках и определяет мероприятия, необходимые для материализации эффектов в пользу прироста финансовых ресурсов или стоимости бизнеса. Для подобных расчетов, как правило, используют метод дисконтированных денежных потоков, где денежные потоки по текущему бизнесу увеличены на сумму доходов и расходов инвестиционной деятельности, возникающие в процессе оптимизации бизнес-процессов и интеграции активов.

Представим более подробно процесс создания внутрикорпоративной стратегии. При постановке системы бюджетирования в холдинге важно разработать такую систему, которая бы координировала все подразделения на стратегическую работу. Анализ экономической литературы по стратегическому управлению корпорациями позволил выделить ряд принципов организации системы финансового планирования таким образом, чтобы она целиком и полностью отвечала требованиям эффективной стратегии предприятия:

- Мобилизация усилий топ-менеджмента и создание импульса, необходимого для запуска процесса изменений.
- Перевод стратегии на операционный уровень.

- Создание стратегического соответствия организации.
- Превращение стратегии в повседневную работу.
- Управление стратегией как непрерывным процессом.

Результатом соблюдения вышеуказанных принципов становится создание внутрикорпоративной синергии, в которой бизнес-единицы и вспомогательные службы объединяются не только для получения экономии от эффекта масштаба, но и снижения издержек, как явных, так и неявных, зачастую не имеющих денежного выражения (время на согласование, создание дополнительной управленческой отчетности и т.д.). Стратегическое соответствие позволяет создать новый вид стоимости – корпоративную – дополнительную стоимость в результате создания синергии предприятия – координации усилий отдельных предприятий.

3.1.3. Создание синергии подразделений на уровне организации за счет организации финансового планирования

В экономической литературе очень мало внимания уделяется созданию синергии подразделений для создания ценности на уровне организаций. Однако для создания данного синергетического эффекта необходимо внедрить в работу холдинга предложения по стратегическому управлению на основе ССП, которая описывает, каким образом отдельное подразделение исходит из интересов акционеров и потребностей клиентов, совершенствуя внутренние процессы за счет координации усилий персонала, информационных систем и организационной культуры. Таким образом, внутрикорпоративный синергетический эффект достигается по следующим четырем направлениям:

1. Финансовая внутрикорпоративная синергия создается за счет реализации способности распределять финансовые ресурсы между операционными единицами. В этом случае отдельные бизнес-единицы создают стоимость для акционеров за счет операций на внутреннем рынке капитала, что гораздо более продуктивно и эффективно, нежели каждая организация действовала бы отдельно. Помимо этого объединение различных единиц в

рамках одного бренда позволяет продвинуть общие ценности или стратегические направления. Оптимизация финансовых процессов достигается за счет эффективного распределения ресурсов и управления.

2. Клиентская внутрикорпоративная синергия достигается за счет использования общей клиентской базы в процессе реализации перекрестных продаж широкого набора продуктов и услуг нескольких бизнес-единиц, а также за счет общего предложения стоимости и единых стандартов качества товаров и услуг корпорации в каждом из однородных подразделений.
3. Синергия внутренних бизнес-процессов достигается за счет экономии совместного использования систем, мощностей и персонала, а также интеграции стоимостной цепочки – смежных процессов создания стоимости.
4. Внутрикорпоративная синергия обучения и роста возникает в результате использования общих компетенций для роста человеческого, информационного и организационного капитала.

На практике в процессе внедрения бюджетирования, ориентированного на стратегическое развитие, корпорации могут создавать синергию разными путями: либо начиная с определения стратегии на уровне управляющей компании с последующим каскадированием этой стратегии на уровень всех подразделений, либо начиная с процесса разработки сбалансированной системы показателей для отдельной бизнес-единицы или сервисной службы. Первый способ, на наш взгляд, целесообразно использовать для корпораций, имеющих высокоорганизованную иерархическую структуру, последний – для компании, которая нуждается в последовательной реорганизации системы управления. Механизм создания эффективного бюджетирования, ориентированного на достижения синергетического эффекта в исследуемой компании, представлен в третьей главе настоящего учебного пособия.

3.2. Методические подходы к оценке синергии холдинговой структуры

Исследование целей создания, особенностей функционирования и осуществления финансового управления холдинговых структур в России, представленное в первой главе учебного пособия, продемонстрировало, что холдинговые структуры созданы и продолжают формироваться во многих отраслях, однако в настоящее время отсутствует целостная методология оценки синергии их функционирования, и в экономической научной литературе теоретические и методические вопросы оценки эффективности этих процессов разработаны далеко не всесторонне. Поэтому представляется актуальным рассмотреть и проанализировать методические подходы к частным вопросам оценки эффективности создания (или синергии) и функционирования холдинговых структур, разработанные зарубежными и отечественными учеными.

3.2.1. Методы оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур

Опираясь на мировой опыт корпоративного хозяйствования, исследуемый во многих научных зарубежных и ряде новейших отечественных работ [2, 11, 12, 14, 46, 47, 61] , представим следующие методы и методические подходы оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур (рис. 3.4).

1. Метод, основанный на анализе финансовых показателей при реорганизации холдинговой структуры, предложенный Ю.Ф. Бригхемом [11, 12]. Ю. Бригхем, прежде всего, анализирует основные мотивы создания групп взаимосвязанных организаций, главные среди которых следующие.

1. Синергетический эффект, состоящий в том, что общий результат превосходит сумму сложенных эффектов (например, при создании холдинговой структуры, стоимость созданной Группы превосходит сумму стоимостей компаний до создания Группы).



Рис. 3.4. Методические подходы в области оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур

Синергетический эффект возникает благодаря:

- экономии операционных затрат, которая является результатом снижения издержек в сферах менеджмента, производства или реализации продукции;
- финансовой экономии, проявляющейся в более низких транзакционных затратах холдинговой структуры, снижении долгов и/или повышении ее платежеспособности;
- дифференцированному повышению эффективности, означающему, что в результате создания Группы может произойти рост производительности активов той из компаний, функционирование которой было неэффективным;
- возросшего уровня конкурентоспособности новой Группы;
- вертикальной интеграции – ситуации, когда будущая дочерняя компания холдинговой структуры находится «выше или ниже» в цепочке производства или сбыта продукции, производимой будущей основной фирмой. Вертикальная интеграция может обеспечить снижение производственных издержек, что выгодно влияет на доходы и потоки денежных средств приобретающей компании;
- горизонтальной интеграции – ситуации, когда будущая дочерняя компания выпускает аналогичную продукцию и имеет неиспользованные совместимые производственные ресурсы или возможности маркетинга, которыми могла бы воспользоваться Группа. Это способствует сокращению производственных издержек и/или увеличению объема реализации;
- дополнительным финансовым возможностям – будущая дочерняя компания получает доступ к привлечению кредитов, выгодных для Группы;
- диверсификации – холдинговая структура может искать возможности сокращения своего операционного риска посредством привлечения в состав участников Группы не связанной по профилю, но прибыльной компании. Диверсификация сама по себе не ведет к росту стоимости компании, но

обеспечивает снижение корпоративных рисков и направлена на завоевание долговременных конкурентных преимуществ.

2. Экономия в связи с ростом масштабов производства: его концентрация приводит к снижению издержек за счет более эффективного использования ресурсов и постоянных затрат (однако при этом существует определенная граница, за пределами которой рост масштабов снижает эффективность).

3. Покупка активов по рыночной цене, значительно меньшей, чем их восстановительная стоимость (под восстановительной стоимостью обычно понимают стоимость воспроизводства основных средств, то есть, приобретения или строительства объектов, исходя из действующих (рыночных) цен на момент переоценки). При этом приобретающая компания полагает, что присвоение сторонней «дешевой» компании в большей мере отвечает ее перспективным целям, чем, например, развертывание аналогичного производства. Между тем, очевидно, что экономия на создании Группы становится ощутимой, если руководство основной компании находит эффективные способы использования новых активов.

4. Выигрыш от привлечения заемных средств, способный существенно увеличить стоимость компании. Речь идет о том, что Группе взаимосвязанных организаций легче привлекать кредитные ресурсы под более низкие ставки процента вследствие снижения финансовых рисков. И действительно, размеры холдинговой структуры, взаимные гарантии ее участников, солидарная ответственность – это факторы, при прочих равных условиях повышающие привлекательность Группы для внешних инвесторов.

5. Получение дополнительного дохода на базе информационного эффекта при создании холдинговой структуры, что возможно при целенаправленной выдаче на фондовый рынок информации о будущей (явно эффективной) реорганизации.

Что касается предлагаемых теорией критериев эффективности создания и функционирования холдинговых структур, можно выделить следующие основные моменты.

Обобщающим критерием эффективности, по Ю. Бригхему, признается «ожидаемый чистый выигрыш», равный разности между дисконтированной стоимостью будущих доходов и ценой, уплачиваемой за приобретаемую компанию. В соответствии с данным подходом, будущая основная компания должна определить свободные потоки денежных средств после создания Группы. Считается, что использование данного критерия предпочтительно для оценок долговременных эффектов создания холдинговых структур.

Кроме того, критерием эффективности Ю. Бригхем считает рост прибыли в расчете на одну акцию для акционеров основной и дочерней компаний.

Базируясь на современных западных источниках по финансовому менеджменту [11, 12, 14], с учетом специфики функционирования российской экономики, можно выделить и другие особенности рассмотренного метода оценки эффективности создания холдинговых структур.

Использование вышеприведенных критериев в анализе эффективности создания российских холдинговых структур целесообразно с добавлением показателей, характеризующих потенциал финансового оздоровления участников Группы.

Учитывая неопределенность рыночной конъюнктуры в российских условиях при прогнозировании финансовых показателей Группы, базовый и прогнозируемый периоды должны быть достаточно долгосрочными;

Поскольку степень риска при прогнозировании финансовых потоков при реорганизации в российских условиях чрезвычайно высока, акцент в анализе необходимо делать на учет реализации конкретных составляющих потенциальной синергии.

Необходимо отметить, что в научных публикациях по финансовому менеджменту возможные эффекты создания холдинговых структур рассмат-

риваются, как правило, в упрощенном виде, применительно лишь к варианту объединения двух компаний. Между тем крупные структуры (в том числе российские) часто образуются множеством участников, и при этом может иметь место сочетание эффектов, их наложение, взаимное усиление или ослабление.

2. Метод, основанный на измерении синергетического эффекта, предложенный И. Ансоффом [2], который считает, что эффективность создания и функционирования холдинговых структур как Групп организаций обусловлена, главным образом, наличием синергетического эффекта и возможностью использования его количественного измерения для оценки эффективности. При этом, по И. Ансоффу, измерение синергетического эффекта во многом схоже с оценкой «сильных и слабых сторон» деятельности компании. Автор объясняет понятие синергизма на языке математики и для оценки степени синергизма предлагает измерить совместные эффекты между двумя товарно-рыночными решениями. Концепция синергизма сводится к анализу изменения показателей объема продаж, текущих расходов и инвестиций в зависимости от наличия эффекта синергизма.

И. Ансофф дает следующее определение синергизма: «Явление, когда доходы от совместного использования ресурсов превышают сумму доходов от использования тех же ресурсов по отдельности, часто называют эффектом « $2 + 2 = 5$ ». Мы будем называть этот эффект синергизмом» [Там же].

Для оценки эффекта синергизма автор использует формулу нормы возврата на инвестиции (Return on Investment, ROI), которая связывает показатели объема продаж, текущих расходов и инвестиций:

$$ROI = \frac{S_i - O_i}{I_i} \quad (2.1)$$

где:

S – годовой объем продаж, руб.;

O – текущие расходы (оплата труда, материалов, накладные расходы, расходы на управление и амортизация), руб.;

I – инвестиции для производства и реализации товара, приобретения оборудования, обучения персонала и организационных изменений, руб.

И. Ансофф выделяет следующие виды синергизма: синергизм продаж, оперативный синергизм, инвестиционный синергизм и синергизм менеджмента. Синергизм менеджмента определяется как возможность ускорения изменения трех показателей, перечисленных выше. Автор предлагает два способа измерения эффекта синергизма – «либо оценка сокращения затрат при совместном ведении операций при данном уровне дохода, либо оценка увеличения прибыли при данном уровне инвестиции».

Наиболее важным в концепции синергизма И. Ансоффа является рассмотрение вопроса о возможности вхождения Группы в новую отрасль. Комбинация навыков двух компаний может давать возможность входа в отрасль, в которую эти фирмы по отдельности войти не могли. Таким образом, для вхождения в новую отрасль и создания конкурентного преимущества не обязательно осуществлять поглощение компании конкретной отрасли. Данный подход является ценным, когда по тем или иным причинам невозможно произвести поглощение компании из интересующей отрасли (вход в данную отрасль, используя собственные ресурсы, также невозможен).

Отрицательным моментом в подходе И. Ансоффа является определенная узость его метода оценки эффективности функционирования холдинговых структур путем использования только синергетического эффекта. Очевидно, что при создании и функционировании Групп взаимосвязанных организаций необходимо учитывать еще многие важные факторы.

3. Подход, основанный на аккумуляровании потенциала взаимовыгодных долгосрочных деловых отношений (по опыту японских «кэйрецу») [61]. Признаками эффективного функционирования Группы, согласно идеологии японских «кэйрецу» и описавшему этот подход Х. Окумура, можно считать:

- развитие системы взаимных поставок внутри Группы, основанной на доверительных принципах и обеспечивающей экономию транзакционных издержек;
- налаживание общей сбытовой сети на основе вертикальных связей «производитель–дистрибьютор», нередко обеспечивающей основную часть объемов продаж холдинговой структуры;
- широкий и интенсивный обмен финансовыми, кадровыми, информационными ресурсами в рамках общей системы деловых отношений (помощь отдельным компаниям, испытывающим финансовые затруднения, ротация управленческих кадров и т.п.);
- привлечение крупных заемных средств с использованием в необходимых случаях солидарного залога холдинговой структуры;
- устойчивость финансового положения банка Группы (в случае наличия банка в составе участников), проведение им политики долгосрочного инвестирования (хотя инвестиции этого банка не обязательно преобладают в инвестиционных ресурсах компаний-участников);
- следование приоритетам высокой жизнеспособности и стабильности в долгосрочном плане, готовность к снижению рисков функционирования за счет определенного снижения уровня рентабельности компаний холдинговой структуры;
- придание важной координирующей роли президентскому совету, состоящему из руководителей основной и дочерних компаний;
- гармонизация внутрикорпоративных трудовых отношений на основе разумной дифференциации доходов внутри Группы.

На основе опыта японских корпораций важно выделить «эффектообразующие» факторы, которые предстоит задействовать и применительно к российским холдинговым структурам.

Это, во-первых, развитие реальных внутрифирменных связей, включая обмен ресурсами (что должно отражаться в объемах взаимных поставок).

Во-вторых, наличие общей системы внутрикорпоративного финансового планирования и определенных целевых задач для участников холдинговой структуры.

В-третьих, – необходим акцент не на уровень и динамику текущей прибыли участников Группы, а на повышение конкурентоспособности.

4. Метод, ориентирующийся на возможности обеспечения конкурентных преимуществ, рассмотренный Т. Коллером. Согласно этому методу, решения органов управления холдинговой структуры должны быть нацелены на достижение долгосрочных конкурентных преимуществ. При этом потенциал конкурентоспособности не отождествляется с показателями текущей прибыли, а рассматривается как комплекс факторов упреждающего характера, гарантирующих долгосрочные преимущества Группы на товарных рынках. Среди этих факторов важнейшими считаются:

- качество (потребительские характеристики) и цена продажи изделий;
- инновационный потенциал, достаточность производственных и сбытовых мощностей;
- оптимизация внешних и внутренних корпоративных связей;
- наличие долгосрочной стратегии деятельности, обеспечивающей сохранение или рост объемов продаж.

В аспекте оценки эффективности особенно важно, что в рамках рассматриваемого подхода к источникам создания конкурентных преимуществ справедливо отнесен фактор оптимизации внешних и внутренних корпоративных связей: эти преимущества в настоящее время все более определяются тем, в какой мере в Группе удалось организовать технологические цепочки взаимодействия с поставщиками, сбытовыми, сервисными организациями, НИИ и КБ, с покупателями.

Очевидно, что важнейший показатель конкурентоспособности – доля продаваемых холдинговой структурой товаров в общем объеме продаж аналогичной продукции. Значение данного показателя во многом зависит от

способности компании гибко и оперативно реагировать на изменение рыночных условий хозяйствования. А это определяется, помимо прочего, умением руководства принимать интеграционные решения, просчитанные с точки зрения факторов перспективной конкурентоспособности. Среди последних и фактор прибыли, роль которой не отбрасывается, но и не гипертрофируется.

Основной положительный момент рассматриваемого подхода – увязка эффективности деятельности холдинговой структуры с оптимизацией межкорпоративных и внутрикорпоративных связей, с подбором «наиболее ценных» (в плане создания перспективных конкурентных преимуществ) цепочек взаимодействия с поставщиками, сбытовиками и покупателями. Проводя перестановки, совершенствуя или исключая из этих цепочек отдельные элементы, можно существенно повысить конкурентоспособность Группы.

Некоторые элементы описанного подхода целесообразно использовать в анализе отечественных холдинговых структур.

Во-первых, следует в каждом случае выявлять, создание каких конкретно конкурентных преимуществ (на каких рынках, среди каких конкурентов) выступает в качестве целевых задач формирования Группы.

Во-вторых, в центре внимания аналитиков должна находиться доля продаж соответствующих изделий или услуг на товарных рынках (ее важно фиксировать и до, и после создания холдинговой структуры).

В-третьих, исследование взаимодействующих технологических цепочек должно быть достаточно полным (в связи с наличием в корпоративной практике взаимодействия по поставкам, производству, сбыту, сервисному обслуживанию) и предметным, то есть, направленным на выявление в каждой цепочке как наиболее, так и наименее ценных компонентов (с точки зрения перспективной стратегии Группы и обеспечения ее конкурентных преимуществ).

В-четвертых, при рассмотрении эффективности создания и функционирования холдинговой структуры целесообразно ориентироваться на сопоставление характеристик изучаемой функционирующей (или проектируемой)

структуры и других компаний, присутствующих на родственных рынках по следующим аспектам:

- качества и цен изделий важнейшей номенклатуры, совместно производимой взаимодействующими компаниями Группы;
- инновационного потенциала (наличия собственных НИОКР и ноу-хау);
- технологического уровня производства, достаточности производственных мощностей и сбалансированности их отдельных элементов;
- уровня развития сбытовой сети;
- качества менеджмента, его способности принимать решения, реализующие накопленный потенциал конкурентоспособности.

5. Метод, основанный на теории транзакционных издержек, предложенный В.А. Кокоревым . Этот метод концентрирует внимание на возможности разных форм экономии транзакционных издержек путем упорядочения рыночного поведения дочерних компаний на основе заключения долгосрочных контрактов, регулирующих деятельность холдинговой структуры.

Сама контрактация как процесс достижения взаимовыгодных межфирменных договоренностей часто стоит немалых средств. Это и есть «транзакционные издержки», то есть издержки, которые несут стороны в процессе достижения и выполнения соглашения [Там же]. Однако многосторонний эффект долгосрочной системы контрактного регулирования деятельности (например, в сфере поставок, трансфертных цен, сбыта и т.д.) может существенно превысить транзакционные издержки, связанные как с разработкой первоначального контракта, так и с его корректировкой в связи с меняющимися условиями внешней среды.

В соответствии с теорией транзакционных издержек, в качестве наиболее важного фактора для оценки эффективности выступают так называемые специфические активы компаний Группы, то есть конкретные характеристики ресурсного потенциала (основных фондов, кадров, ноу-хау), обеспечи-

вающие эффективность функционирования холдинговой структуры. К ним может быть, в частности, отнесено следующее: узкая специализированность оборудования и произведенной на нем продукции, имеющей сбыт только в рамках Группы; близость месторасположения смежных производств; наличие взаимодополняющих специализаций рабочей силы и сложившейся кооперации в области НИОКР. По мере возрастания уровня «специфичности» активов участников Группы усиливается мотивация к заключению длительных двусторонних (многосторонних) контрактных отношений как альтернатива ориентации на самостоятельное рыночное поведение или на заключение разовых сделок.

Применительно к особенностям холдинговых структур в теории транзакционных издержек рассматриваются следующие эмпирические индикаторы на стадии становления Группы:

- затраты на проработку организационного проекта Группы и на его согласование с экспертами и с ведомствами;
- расходы на формирование основной компании (связанные с ее укомплектованием кадрами и оборудованием);
- затраты дочерних и зависимых обществ на создание информационной корпоративной системы (в связи с налаживанием дополнительной отчетности и механизма текущего информационного обмена, участием в органах управления Группы и т.п.);
- экономия издержек дочерних и зависимых обществ в результате централизации выполнения определенных общекорпоративных задач (маркетинга, консалтинга и др.).

На стадии функционирования холдинговой структуры индикаторами при учете транзакционных издержек являются следующие:

- фактическая экономия расходов на содержание управленческого персонала на основе централизации выполнения ряда общекорпоративных функций;

- динамика отношения общей (по Группе) величины накладных расходов на одного занятого в составе промышленного производственного персонала;
- динамика абсолютной величины накладных расходов по участникам Группы;
- средняя доля накладных расходов в общей величине себестоимости продукции по Группе в целом.

Вышесказанное иллюстрируется рис. 3.5, на котором приведена модель динамики транзакционных издержек холдинговой структуры.

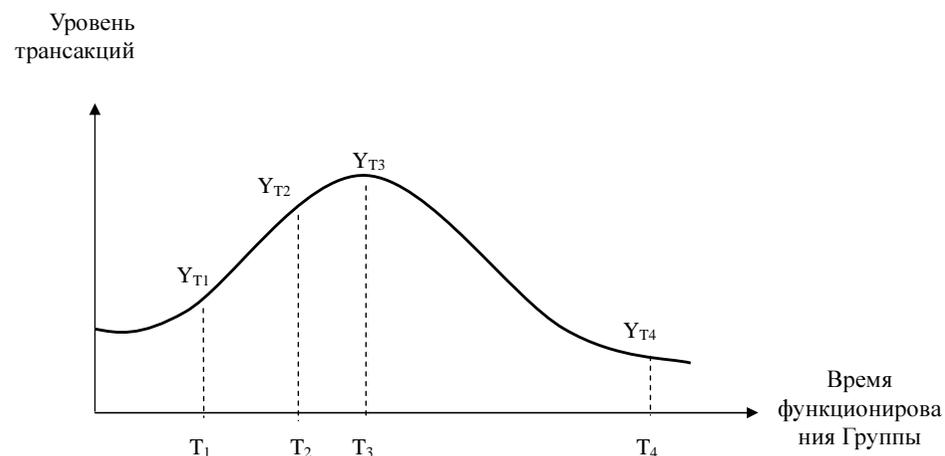


Рис 3.5. Динамика транзакционных издержек при создании и функционировании холдинговой структуры

где:

T_1 – начало реализации работ по созданию холдинговой структуры;

T_2 – получение статуса холдинговой структуры,

T_3 – начало «запуска» механизмов корпоративного управления;

T_4 – начало устойчивого функционирования корпоративных управленческих механизмов.

Важным критерием эффективности механизма управления холдинговой структурой является выполнение условия $Y_{T4} < Y_{T1}$, где:

Y_{T4} – суммарный среднегодовой уровень транзакционных издержек участников Группы до начала развертывания работ по ее созданию;

Y_{T1} – суммарный среднегодовой уровень транзакционных издержек Группы в период устойчивого функционирования новых внутрикорпоративных механизмов. Синергетический эффект процесса создания холдинговой структуры определяется показателем:

$$\Delta Y = Y_{T1} - Y_{T4}.$$

Анализируя предложенную теорию транзакционных издержек, можно сделать вывод, что ряд положений рассматриваемой концепции может и должен быть учтен при оценке эффективности создания и функционирования российских холдинговых структур. Однако, на наш взгляд, для оценки эффективности недостаточно только анализа динамики транзакционных издержек; необходимо учитывать также, что при создании холдинговых структур важную роль в настоящее время играют технологические условия производства организаций – участников Групп.

Кроме того, нельзя игнорировать определенную узость транзакционного подхода, при котором:

- исчезает акцент на перспективном взаимодействии партнеров, на возможном изменении технологических и экономических условий производства в результате появления новых целевых установок и реализации совместных долгосрочных программ;
- фактически не принимается во внимание такой важный фактор при создании Группы, как возможность совместного управления финансовыми ресурсами (рассмотрение проблемы идет под углом зрения кооперации «поставщик – потребитель», «производство – торговля»);

- эффективность деятельности холдинговой структуры оценивается только по критерию «минимизация издержек – максимизация прибыли», что на наш взгляд, не отражает всех аспектов оценки эффективности процесса создания Группы.

Стоит еще раз отметить, что оценка экономии транзакционных издержек в процессе функционирования Группы является важной задачей эмпирических исследований. Данная экономия при устойчивом функционировании холдинговой структуры может обеспечиваться, во-первых, на основе эффективной реализации заключенных долговременных контрактов как между объединенными компаниями, так между ними и учреждениями финансово-кредитной сферы (банками, страховыми и инвестиционными компаниями). Условия долгосрочной контрактации, единовременно учитывающие интересы взаимодействующих сторон, безусловно, обладают потенциалом существенного ускорения коммерческих сделок, поиска и реализации кредитных возможностей, снижения рисков. Во-вторых, – посредством эффективной работы основной компании, обеспечивающей централизацию выполнения ряда общекорпоративных функций и даже (в идеале) определенное высвобождение численности управленческого персонала компаний – участников Группы. В-третьих, – путем внедрения общекорпоративной информационно-аналитической системы, ускоряющей информационный обмен между участниками, как по вертикали, так и по горизонтали.

6. Коэффициентный подход. В своих работах Ю.В. Якутин [116] предлагает оценить эффективность создания и функционирования холдинговой структуры путем расчета системы коэффициентов, отражающих уровень интеграции, степень взаимодействия компаний – участников в деятельности Группы взаимосвязанных организаций.

Прежде всего, Ю. В. Якутин делает акцент на то, что анализ деятельности холдинговых структур на базе общих финансово-экономических показате-

телей не учитывает того, что участники Группы осуществляют качественно разнородную деятельность и предлагает в связи с этим различать:

- прямые показатели эффективности Группы в целом (суммарные величины стоимости активов, общего оборота, валовой прибыли);
- показатели финансового состояния основной и дочерних компаний (с использованием традиционных подходов к расчету показателей финансового состояния);
- показатели эффективности отдельных блоков Группы (финансового, производственного и т.д.), определяемых суммированием данных в разрезе однородных участников.

Ю.В. Якутин предлагает использование в практике оценки эффективности деятельности Группы систему количественных коэффициентов. При этом систему показателей уровня интеграции Ю.В. Якутин предлагает проектировать исходя из основных взаимодействующих «блоков» в составе холдинговой структуры:

а) основной компании и участников Группы (по размерам и структуре консолидированных активов, объемам управленческих услуг, оказанных основной компанией, объемам государственной поддержки или внешних заимствований, полученных при ее непосредственном участии);

б) исследовательских и промышленных компаний холдинговой структуры (по объемам прямых и взаимных кооперированных поставок, доле обеспечения производства Группы собственными НИОКР и т.д.);

в) промышленного и банковского секторов (в частности, по показателям объемов финансовых услуг со стороны банка Группы, доле банка в общем объеме заемных средств, инвестируемых Группой в основ-

ной и оборотный капитал, прироста банковских оборотов за счет расширения клиентской базы и т.д.);

г) промышленного и торгового капиталов (по доле продаж продукции холдинговой структуры третьим лицам, обеспеченных собственной торговой сетью, по приросту объемов продаж Группы за счет снижения торговых наценок, полученных как результат долгосрочной контракции).

Ю.В. Якутин в своей работе предлагает следующую систему коэффициентов.

Уровень *интеграции промышленных предприятий с наукой* оценивается на базе применения коэффициентов-отношений:

- годового объема НИОКР, выполняемого НИИ – участниками Группы по договорам с другими ее участниками, к общему годовому объему НИОКР, выполняемому НИИ Группы ($K^1_{\text{НИОКР}}$);
- годового объема изделий, осваиваемых в производстве серийными заводами холдинговой структуры по разработкам ее НИИ, к общему годовому объему НИОКР (изделий), осваиваемых в производстве компаниями Группы ($K^2_{\text{НИОКР}}$);
- размера в уставном капитале НИИ холдинговой структуры доли, принадлежащей основной компании, к общему размеру уставных капиталов НИИ Группы ($K^3_{\text{НИОКР}}$).

Уровень *промышленной интеграции* выражается отношениями:

- годового объема внутренних поставок по договорам среди компаний холдинговой структуры к общему годовому объему поставок, получаемому организациями Группы ($K^1_{\text{ПРОМ}}$);
- количества компаний холдинговой структуры, потребляющих продукцию (сырье, материалы, комплектующие) других его участников, к общему количеству членов Группы ($K^2_{\text{ПРОМ}}$);

- размера производственной мощности участников холдинговой структуры, используемой для обеспечения внутренних поставок, к суммарной производственной мощности компаний Группы ($K^3_{\text{ПРОМ}}$).

Уровень *финансово-промышленной интеграции* характеризуется отношениями:

- количества нефинансовых организаций холдинговой структуры, открывших расчетный счет в уполномоченном банке, к общему количеству нефинансовых организаций в составе Группы ($K^1_{\text{ФИН}}$);
- годовой величины кредитных вложений банка Группы в основной и оборотный капитал компаний-участников к общей годовой величине кредитования им основного и оборотного капитала промышленных предприятий ($K^2_{\text{ФИН}}$);
- количества юридических лиц – участников холдинговой структуры, являющихся акционерами ее банка, к общему количеству юридических лиц-акционеров этого банка ($K^3_{\text{ФИН}}$);
- количества компаний Группы, участвующих в капитале других ее предприятий (исключая перекрестное владение акциями), к общему количеству компаний – участников Группы ($K^4_{\text{ФИН}}$);
- количества компаний холдинговой структуры, участвующих в капитале друг друга, к общему количеству ее компаний-участников ($K^5_{\text{ФИН}}$).

Наконец, об уровне *интеграции в торговлю* Ю.В. Якутин предлагает судить по отношениям:

- суммарного годового объема продаж компаний холдинговой структуры, обеспеченного самостоятельными торговыми организациями – участниками, к суммарному годовому объему продаж компаний-участников Группы ($K^1_{\text{ТОРГ}}$);

- суммарного годового объема прямых (без участия самостоятельных торговых предприятий-посредников) продаж компаний холдинговой структуры к суммарному годовому объему продаж его компаний ($K^2_{\text{ТОРГ}}$);
- абсолютного размера доли в уставном капитале основной компании, принадлежащей торговым организациям последней, к размеру уставного капитала основной компании ($K^3_{\text{ТОРГ}}$);
- абсолютного размера доли в уставном капитале торговых организаций холдинговой структуры, принадлежащей другим участникам к суммарному уставному капиталу торговых организаций Группы ($K^4_{\text{ТОРГ}}$).

В качестве одного из достоинств рассматриваемого методического подхода можно выделить возможность обеспечения сопоставления коэффициентов интеграции во времени. Причем мера «связанности» деятельности участников Группы может быть оценена как в аспекте взаимопроникновения капиталов участников, так и применительно к различным видам основной деятельности. Этот комплекс показателей представляется перспективным с точки зрения методических возможностей использования в ежегодном анализе деятельности холдинговой структуры. Накопление итогов такого анализа, который должен стать систематическим, способно послужить основой адекватных долговременных оценок эффективности функционирования Группы. Однако недостатком коэффициентного метода является то, что, по нашему мнению, предлагаемые коэффициенты оценивают не собственно эффективность создания и функционирования холдинговых структур, а уровень интеграции участников Группы.

На наш взгляд, предложенная Ю.В. Якутиным коэффициентной метод носит во многом количественный характер и не дает возможности оценки влияния показателей функционирования отдельных компаний на консолиди-

рованные показатели Группы. Кроме того, как показывает исследование предложенных Ю.В. Якутиным коэффициентов, большое количество разнонаправленных показателей не интегрировано в единый комплексный показатель, например, рейтинговую оценку, что затрудняет их использование при оценке эффективности функционирования холдинговых структур.

Исследование методических подходов к оценке эффективности создания и функционирования холдинговых структур позволило сделать следующие выводы:

1. Ряд существующих зарубежных и отечественных методов оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур носит описательный характер, не позволяет количественно оценивать изменение эффективности в результате создания Группы и прогнозировать целесообразность организации холдинговой структуры.

2. Рассмотренные методы не позволяют учитывать результат консолидации капитала и деятельности компаний при создании холдинговой структуры.

3. Некоторые методы трактуют достаточно узко аспект эффективности функционирования Группы, затрагивая, например, только транзакционные издержки или конкурентные преимущества, и не учитывая многих важных особенностей.

4. В исследованных методах практически не учитывается фактор диверсификации рисков при функционировании холдинговой структуры.

Выполненные исследования показали, что применительно к оценке эффективности создания и функционирования холдинговых структур как сложных хозяйственных систем, необходимо использовать не только традиционные методы оценки эффективности деятельности самостоятельных компаний, но и разрабатывать нетрадиционные методы, позволяющие учитывать

особенности создания и функционирования Групп взаимосвязанных организаций.

В целом исследование научных источников в области оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур подводит к выводу, что единая методология такой оценки пока отсутствует. Кроме того, разнообразие методических подходов к оценке эффективности создания и функционирования Групп позволяет сделать вывод о необходимости разработки методов оценки экономической эффективности функционирования холдинговых структур. Необходимо отметить, что оценка эффективности создания холдинговых структур носит более прозрачный и однозначный характер, чем оценка эффективности функционирования таких систем.

Помимо стандартных методов оценки синергии существуют еще и оригинальные методы оценки синергетического эффекта в холдинговых структурах в процессе интеграции и постановки бюджетирования.

Глава 4. Финансовое моделирование работы холдинга

4.1. Сущность финансовой модели компании, ее значение и развитие

Финансовая модель компании – это модель взаимосвязанных финансовых параметров, влияющих на достижение поставленных компанией целей. Качественная финансовая модель, с одной стороны, расширяет представление о будущих финансовых результатах компании и ее успехе на рынке, а с другой стороны, сужает бесконечное множество факторов, влияющих на будущую их динамику [15, 154].

Финансовая модель дает возможность анализировать сложные и неопределенные ситуации, связанные с принятием стратегических и оперативных решений. Она позволяет выделить наиболее важные структурные детерминанты, которые влияют на достижение поставленной цели, и рассмотреть большое число вариантов в предположении «что будет, если?».

Финансовая цель может формулироваться в компании по-разному. Соответственно, меняются и ключевые детерминанты, влияющие на достижение цели и формирующие структуру финансовой модели. Если традиционно в качестве главной цели выступали прибыль и норма прибыли на капитал, то впоследствии целью стало увеличение стоимости компании. Соответственно, изменились и структурные детерминанты, влияющие на достижение цели.

Наиболее эффективным представляется использование финансовой модели для решения следующих задач:

- обеспечение ориентации деятельности компании на достижение главной цели;
- моделирование и оценка различных сценариев дальнейшего развития бизнеса;
- формирование и пересмотр инвестиционной программы;
- оценка и управление рисками;

- прогнозирование динамики финансового состояния компании;
- проведение финансовых расчетов бизнес-плана;
- определение оптимальных вариантов финансирования, его объемов и структуры;
- постановка регулярного бизнес-планирования и процесса принятия инвестиционных решений.

Для формирования и использования финансовой модели необходимо последовательное выполнение таких шагов, как:

- сбор и анализ исходных данных для финансовой модели (производственные и финансовые показатели);
- выделение ключевых факторов (структурных детерминант);
- выявление внешних факторов, влияющих на результаты компании (рыночные тенденции, курсы валюты, инфляция и т.д.);
- создание и сравнение моделей альтернативных сценариев;
- расчет инвестиционных и финансовых показателей;
- анализ стрессоустойчивости бизнеса к изменению внешней среды (например, расчеты с поставщиками).

Исторически финансовая модель компании строилась для выявления тех детерминант, которые больше всего влияют на чистую прибыль и рентабельность собственного капитала, хотя и в настоящее время менеджмент ряда компаний нацелен на увеличение этих показателей, и финансовые модели таких компаний строятся для выявления детерминант и факторов, влияющих на них. Всё же в современном управлении большинство финансовых директоров, особенно крупных корпораций, выстраивают модель, которая базируется на стоимостной концепции, где в качестве главной цели выступает увеличение стоимости компании, и финансовая модель строится для выявления детерминант и факторов, которые влияют на стоимость.

Разработка новых, отличных от стандартного учета финансовых показателей началась достаточно давно. С 1990-х годов среди бизнес-

консультантов началась настоящая «война метрик». За этими метриками стоят сложные системы финансовых и нефинансовых показателей, которые связаны между собой. С их помощью аналитики стараются учесть новые экономические реалии и специфику рассматриваемого бизнеса [15, 154].

Построение финансовой модели становится всё более актуальным в условиях нестабильности экономики, так как позволяет выявить основные структурные детерминанты, влияющие на достижение цели, которую ставит перед собой компания, и предусмотреть различные варианты развития событий.

4.2. Традиционная финансовая модель. Факторная модель Du Pont

На протяжении длительного периода времени финансовый результат измерялся показателем прибыли. Эта точка зрения в значительной степени сохранилась вплоть до настоящего времени. Нередко отечественные компании используют показатель прибыли в качестве целевого показателя в финансовом управлении.

Прибыль выступает абсолютным показателем эффективности деятельности компании. Существует несколько подходов к определению прибыли. Следует выделить два базовых подхода – экономический и бухгалтерский. В рамках экономического подхода прибыль – это чистый доход на капитал или прирост капитала, определяющий результативность деятельности организации. В соответствии с бухгалтерским подходом прибыль – разница между доходами и расходами организации, финансовый результат деятельности организации.

Как важнейшая категория рыночных отношений прибыль выполняет определенные функции. Во-первых, она является показателем, наиболее полно отражающим эффективность производства, объем и качество произведенной продукции, состояние производительности труда, уровень себестоимости. Показатели прибыли являются важнейшими для оценки производственной и финансовой деятельности предприятия.

Во-вторых, прибыль обладает стимулирующей функцией. Ее содержание состоит в том, что прибыль одновременно является финансовым результатом и основным элементом финансовых ресурсов предприятия. Реальное обеспечение принципа самофинансирования определяется полученной прибылью. Часть чистой прибыли, оставшейся в распоряжении предприятия после уплаты налогов и других обязательных платежей, используется для финансирования расширения операционной деятельности и развития бизнеса.

В-третьих, прибыль является одним из источников формирования бюджетов разных уровней. Она поступает в бюджеты в виде налогов и наряду с другими доходными поступлениями используется для финансирования и удовлетворения общественных потребностей, обеспечения выполнения государством своих функций, государственных инвестиционных, социальных и других программ.

Рост прибыли определяет рост потенциальных возможностей предприятия, повышает степень его деловой активности и создает финансовую базу для самофинансирования расширенного воспроизводства. Прибыль позволяет осуществлять капитальные вложения в производство, финансировать мероприятия по его научно-техническому развитию, внедрять инновации, решать социальные проблемы на предприятии. Помимо этого, прибыль является важным фактором в оценке возможностей компании потенциальным инвестором, служит показателем эффективного использования ресурсов. Однако не только прибыль используется для оценки эффективности деятельности компании.

Анализ эффективности ранее принятых решений и обоснование вариантов развития компании традиционно строятся на представлении и сопоставлении трех форм финансовой информации:

1. Используемых в деятельности компании ресурсов (активов) и источников их образования (капитала и обязательств);

2. Достигаемых эффектов или экономических результатов за фиксированные промежутки времени. Здесь традиционно используется показатель финансового результата в виде бухгалтерской прибыли;

3. Денежных потоков, полученных и выплаченных за рассматриваемый период времени, что позволяет оценить платежеспособность по рассматриваемому временному промежутку и источники покрытия кассовых разрывов.

Эти три блока информации сведены в стандартные формы финансовой отчетности. Например, для российских стандартов общепринятыми являются следующие формы:

1. Баланс;
2. Отчет о прибылях и убытках;
3. Отчет о движении денежных средств.

Традиционный подход к формированию финансовой модели компании основан на использовании абсолютного показателя прибыли в качестве целевого показателя, и оценивается влияние различных факторов на его уровень.

В рамках традиционного подхода эффективность деятельности компании также оценивается на основе таких показателей как:

- 1) рентабельность активов (ROA);
- 2) рентабельность собственного капитала (ROE);
- 3) рентабельность продукции (CRR);
- 4) чистая прибыль на акцию (EPS).

Все эти показатели могут являться объектами управления и характеризовать ход того или иного процесса компании. Основным недостатком названных показателей является отсутствие взаимосвязанных критериев и факторов эффективности, и при всем многообразии полезной информации оценить ее могут только опытные финансовые аналитики. Попытка увязать эти показатели между собой осуществляется в рамках различных моделей факторного анализа.

Разработки в области факторного анализа ведутся с начала 20 века, и в 1919 году специалистами фирмы DuPont была предложена схема факторного

анализа, где широко использовались показатели производительности активов и рентабельности продаж.

Однако эти показатели использовались сами по себе, без увязки с факторами производства. В модели фирмы Дюпон впервые несколько показателей были увязаны вместе и приведены в виде треугольной структуры (рис.4.1.).

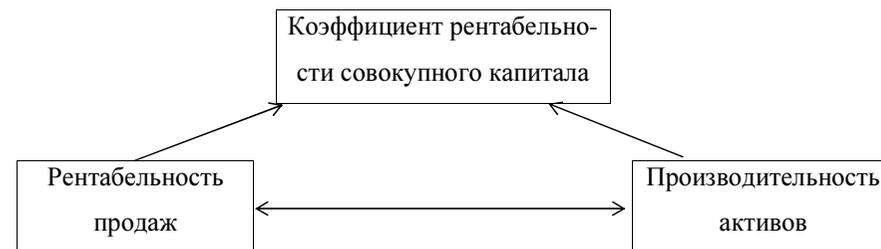


Рис. 4.1. Модель фирмы Дюпон

В вершине пирамиды находится коэффициент рентабельности совокупного капитала (ROA). ROA – основной показатель, характеризующий отдачу, получаемую от средств, вложенных в деятельность фирмы. В данной модели он является целевым индикатором. В основании находятся две структурные детерминанты – рентабельность продаж и производительность активов.

В основу модели Дюпон заложена следующая зависимость:

$$P_k = P_{пр} * P_a, \quad (4.1)$$

где

P_k – рентабельность совокупного капитала (ROA), %;

$P_{пр}$ – рентабельность продаж, %;

P_a – производительность активов, разы.

Значимость структурных детерминант с позиции управления объясняется обобщением информации всех сторон финансово-хозяйственной деятельности предприятия. В частности, обобщается бухгалтерская отчетность (первый фактор обобщает «Отчет о прибылях и убытках», второй — баланс).

При разложении структурных детерминант на факторы, влияющие на них, получим следующую зависимость:

$$R_k = \frac{ЧП}{ВР} * \frac{ВР}{А}, \quad (4.2)$$

где

R_k – рентабельность совокупного капитала (ROA), %;

ЧП – чистая прибыль, руб.;

ВР – объем производства, выручка от реализации, руб.;

А – сумма активов организации, руб.

Таким образом, простая модель Дюпона в качестве главной финансовой цели рассматривает рентабельность совокупного капитала компании, рассчитанного по чистой прибыли. Структурные детерминанты этой модели (рентабельность продаж, оборачиваемость активов) позволяют использовать их в управлении для достижения целевого уровня рентабельности совокупного капитала (рис.4.2.).

Если высшее руководство фирмы ставит перед собой цель достичь рентабельности совокупного капитала, например, 7%, то эта величина может быть достигнута за счет различных комбинаций рентабельности продаж и оборачиваемости активов:

- рентабельность продаж = 1% ... 14%;
- оборачиваемость активов = 7 раз ... 0,5 раза.

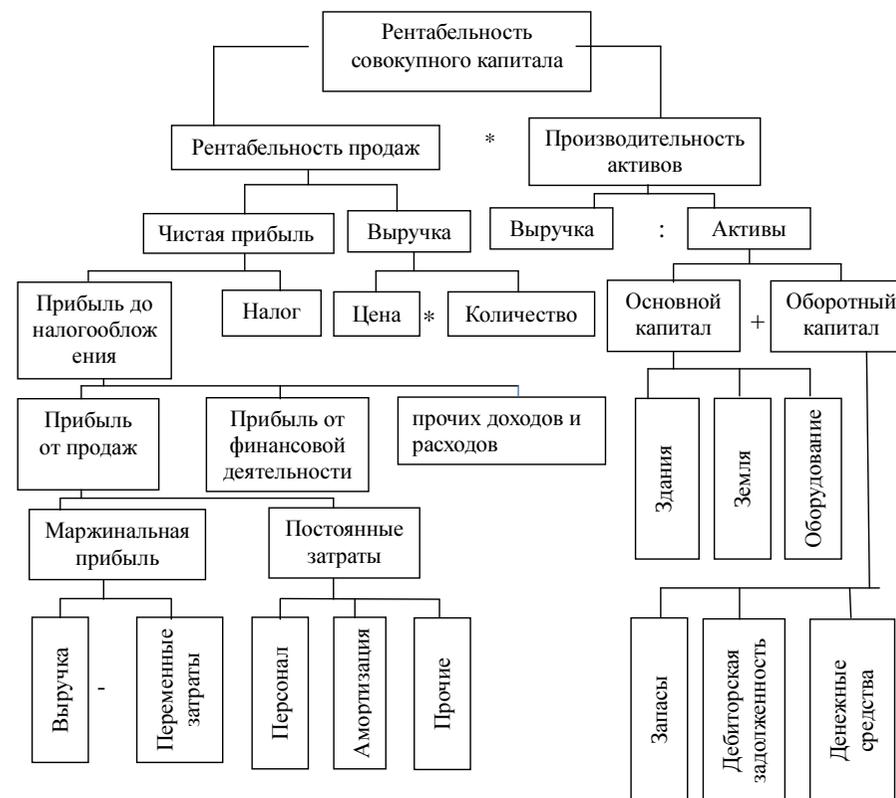


Рис. 4.2. Формирование показателя рентабельности совокупного капитала на основе модели Du Pont

Если высшее руководство фирмы ставит перед собой цель достичь рентабельности совокупного капитала, например, 7%, то эта величина может быть достигнута за счет различных комбинаций рентабельности продаж и оборачиваемости активов:

- рентабельность продаж = 1% ... 14%;
- оборачиваемость активов = 7 раз ... 0,5 раза.

Различные комбинации представлены на рис. 4.3.

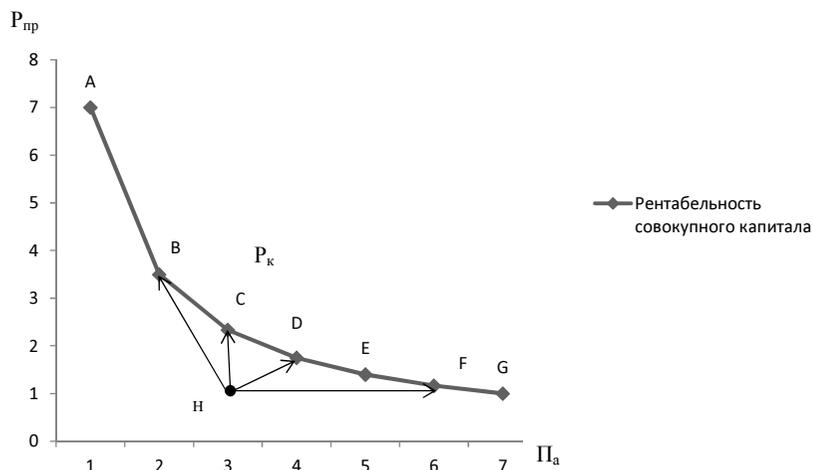


Рис. 4.3. График рентабельности совокупного капитала на основе модели Du Pont

То, какой будет эта комбинация, существенно зависит от отрасли и продукции компании. Так, для компаний по производству продуктов питания характерна высокая оборачиваемость и относительно низкая рентабельность продаж (например, т. G), а для компаний по производству инвестиционных товаров наблюдается обратная картина (например, т. A). Также возможно достижение цели в получении рентабельности в 7% в любой точке, лежащей на графике (например, точки B, C, D, E, F).

Если компания не обеспечивает требуемого уровня целевого показателя рентабельности совокупного капитала (точка H), то для ее достижения фирма должна реализовать один из различных вариантов:

- рост рентабельности продаж при неизменном уровне производительности активов (достижение точки C);
- рост производительности активов при постоянном уровне рентабельности продаж (достижение точки F);

- рост обеих структурных детерминант, то есть одновременный рост производительности активов и рентабельности продаж (достижение точек B и D).

Основное воздействие на целевой индикатор связано с совершенствованием ценовой политики, политики управления затратами и политики управления активами.

Таким образом, можно сказать, что цель – это достижение максимума рентабельности совокупного капитала, а способы достижения цели – увеличение структурных детерминант за счет воздействия на факторы, их определяющие, широкий спектр которых представлен на рис. 4.2.

Изменение главной финансовой цели деятельности компании и переход от рентабельности совокупного капитала к рентабельности собственного капитала нашли отражение в модификации базовой финансовой модели Дюпона и ее расширении за счет включения в нее третьей структурной детерминанты.

Математическое представление модифицированной финансовой модели Дюпон имеет вид:

$$P_{ск} = P_{пр} * \Pi_a * \Phi P, \quad (4.3)$$

где

$P_{ск}$ – рентабельность собственного капитала (ROE), %;

$P_{пр}$ – рентабельность продаж, %;

Π_a – производительность активов, разы;

ΦP – финансовый рычаг, разы.

При разложении структурных детерминант на факторы, влияющие на них, получим следующую зависимость:

$$\frac{ЧП}{СК} = \frac{ЧП}{ВР} * \frac{ВР}{А} * \frac{А}{СК}, \quad (4.4)$$

где

ЧП - чистая прибыль, руб.;

СК - собственный капитал организации, руб.;

ВР - (объем производства) выручка от реализации, руб.;

А - сумма активов организации, руб.

Модифицированная финансовая модель Дюпона в качестве главной финансовой цели рассматривает рентабельность собственного капитала. Структурные детерминанты этой модели (рентабельность продаж, производительность активов, финансовый рычаг) позволяют использовать их в управлении для достижения целевого уровня рентабельности собственного капитала (рис.4.4.).

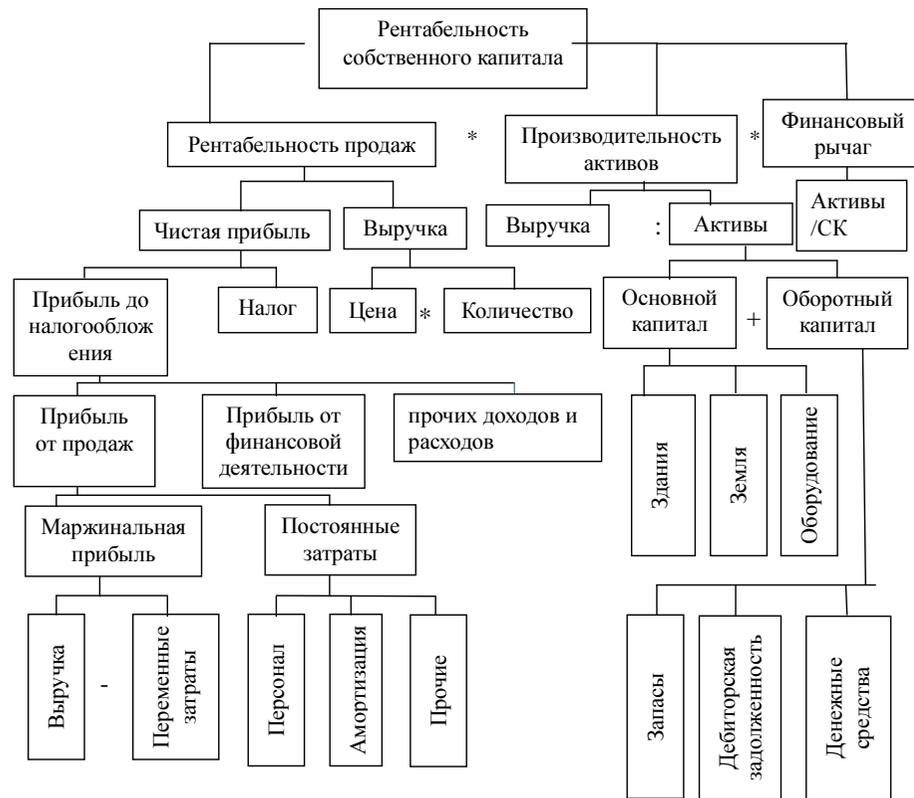


Рис. 4.4. Формирование показателя рентабельности собственного капитала на основе модифицированной модели Du Pont

Из представленной финансовой модели видно, что рентабельность собственного капитала зависит от трех структурных детерминант, каждая из которых, в свою очередь, зависит от большого количества факторов.

Этим детерминантам присуща отраслевая специфика. Так, показатель производительности активов может иметь невысокое значение в компаниях высокотехнологических отраслей, отличающихся капиталоемкостью; напротив, показатель рентабельности продаж в них будет относительно высоким. Высокое значение финансового рычага могут позволить себе фирмы, имеющие стабильное и прогнозируемое поступление денег за свою продукцию. В противном случае, это может привести к банкротству. Это же относится и к предприятиям, имеющим большую долю ликвидных активов (предприятия торговли и сбыта, банки). Следовательно, в зависимости от отраслевой специфики, а также конкретных финансово-хозяйственных условий, сложившихся на предприятии, оно может делать ставку на тот или иной фактор повышения рентабельности собственного капитала.

Анализируя рентабельность собственного капитала, необходимо учитывать все основные факторы, которые могут повлиять на данный показатель (рис. 1.4.). Зачастую, это внешние факторы (изменение налоговой политики государства, политическая и общая экономическая обстановка в стране и т.д.).

Модель Du Pont в первую очередь исследует способность компании эффективно генерировать прибыль, реинвестировать ее, наращивать обороты. Расщепление ключевых детерминант на факторы позволяет определить и дать сравнительную характеристику основных причин изменения той или иной детерминанты и в целом целевого показателя. Система показателей Du Pont является эффективным инструментом, позволяющим не только оценить отдельные показатели, но и согласовать цели управления через задание требований к отдельным показателям, а также оценить результаты реализации плановых мероприятий.

Использование системы Du Pont позволяет осуществить принцип планирования «сверху – вниз», т.е. топ-менеджмент формирует плановые задания для всех подразделений, исходя из выбранных стратегических целей. Менеджеры среднего и более низкого уровня должны либо согласиться с поставленным заданием, либо обосновать невозможность его выполнения и обосновать свои предложения. Предлагаемый подход дает возможность более глубоко проанализировать влияние дифференцированных факторов (затраты на комплектующие и расходные материалы, заработную плату и т.д.) на структурные детерминанты (рентабельность, оборачиваемость и т.д.).

Модифицированная финансовая модель Du Pont основана на анализе соотношений, образующих рентабельность собственного капитала ROE, которая расщепляется на такие структурные детерминанты, как рентабельность продаж, оборачиваемость активов и финансовый рычаг (показатель, характеризующий финансовую структуру капитала), причем каждая из них сама является содержательным экономическим показателем.

Рентабельность продаж ROS (Return On Sales) представляет собой способность генерировать прибыль от продаж. Средний уровень рентабельности продаж в разных отраслях разный, поэтому не существует какого-либо единого заданного уровня требований для данного показателя. Этот показатель является хорошим ориентиром для сравнения состояния предприятий в отрасли.

Производительность активов характеризует количество продаж, которое может быть сгенерировано данным количеством активов. Этот коэффициент показывает, насколько эффективно используются активы, т.е. сколько раз в году они оборачиваются. При расчете можно использовать суммарные активы и чистые активы. Последний вариант позволяет включить в систему управления финансовыми результатами такой важный показатель, как чистый оборотный капитал.

$$\text{ЧА} = \text{ВОА} + \text{ЧОК}, \quad (4.5)$$

где

ЧА – чистые активы, руб.;

ВОА – внеоборотные активы, руб.;

ЧОК – чистый оборотный капитал, руб.

$$\text{ЧОК} = \text{ТА} - \text{ТО}, \quad (4.6)$$

где

ЧОК – чистый оборотный капитал, руб.;

ТА – оборотные активы, руб.;

ТО – текущие обязательства, руб.

Чтобы максимизировать показатель производительности активов необходимо минимизировать текущие или/и внеоборотные активы или увеличивать текущие обязательства. Задача финансового менеджера заключается в разработке стратегии на достижение требуемого значения данного показателя. Можно предложить ряд следующих рекомендаций:

- по дебиторской задолженности – определить оптимальный уровень дебиторской задолженности и добиться увеличения ее оборачиваемости;
- по запасам – определить оптимальный уровень запасов и повысить их оборачиваемость;
- по кредиторской задолженности – определить оптимальный уровень кредиторской задолженности и стремиться к увеличению ее абсолютной величины и сроков погашения, что приведет к уменьшению чистых активов. При определении оптимального уровня кредиторской задолженности следует также помнить и об ограничивающих факторах. Увеличение кредиторской задолженности может привести к снижению ликвидности и платежеспособности предприятия; увеличение сроков погашения кредиторской задолженности может иметь и негативный эффект, как, например,

потеря возможных скидок от поставщиков за более быструю оплату;

• для внеоборотных активов – при принятии решения относительно фиксированных активов необходимо руководствоваться принципом: чем меньшей суммой активов удастся обеспечить максимальный объем продаж, производства и прибыли, тем лучше. Исходя из этого, необходимо по возможности избавляться от неиспользованной части фиксированных активов, стремиться к обновлению основных фондов, в случае приобретения основных фондов анализировать альтернативные варианты, например, аренда, лизинг и т.д.

Основные недостатки традиционной финансовой модели

Следует отметить, что при расчете рентабельности активов и собственного капитала в модели Du Pont используется показатель бухгалтерской прибыли. Это обеспечивает наглядность и относительную простоту формирования финансового результата деятельности компании и финансовой модели в целом. Однако есть несколько моментов, которые порождают осторожность к использованию бухгалтерской прибыли со стороны финансовых директоров и аналитиков рынка.

Основные недостатки традиционной финансовой модели, построенной на использовании бухгалтерской прибыли:

1. *Отчетная прибыль не равна денежным средствам, имеющимся в наличии. Если фирма получила прибыль в 100 млн. руб., это не значит, что у нее в наличии имеется 100 млн. руб., которые она может во что-то вложить или распределить между акционерами. Зачастую в прибыли большую часть занимают долги покупателей, которые не всегда превращаются в реальные деньги.*

2. *Бухгалтерские данные не включают альтернативной стоимости собственного капитала. Проценты за заемный капитал и дивиденды по при-*

вилегированным акциям учитываются при расчете прибыли, а требуемая доходность собственного капитала в расчет не берется. С точки зрения бухгалтера увеличение заемных средств повышает сумму процентных платежей и снижает прибыль. Однако с точки зрения собственников привлечение заемных средств – более дешевый источник финансирования бизнеса, который компания должна максимально использовать.

3. *Отчетная прибыль не отражает риска получения этой прибыли.* Поскольку риск – основной определяющий фактор стоимости собственного капитала, данный недостаток является критическим.

4. *Методы ведения бухгалтерского учета в разных компаниях могут различаться.* Методы ведения бухгалтерского учета оказывают существенное влияние на отчетную прибыль компании, но не представляют особого значения при рассмотрении эффективности деятельности компании и ее стоимости.

5. *Бухгалтерские показатели не учитывают временной стоимости денег.* Поскольку расчеты бухгалтерской прибыли не учитывают временной стоимости денег, эти данные не являются достоверными для менеджера, стремящегося к максимизации стоимости компании.

Для принятия решений о целесообразности продолжения деятельности компании, возможности привлечения капитала прибыль должна быть скорректирована на учет:

-«живых денег», то есть денег, фактически поступивших и потенциально доступных для потребления (они без ущерба для бизнеса могут быть выведены из компании);

-риски получения этих денежных потоков;

-альтернативного использования капитала собственника на финансовом рынке.

Показателю рентабельности помимо недостатков, присущих бухгалтерской прибыли, свойственна сложность объективной денежной оценки активов компании, рыночной стоимости имущества и имущественных прав на

основе официальной финансовой отчетности. Показатели, на основе которых строятся анализируемые системы, выражены в денежных единицах разной временной оценки. Прибыль, переменные затраты, краткосрочная дебиторская задолженность отражают результаты деятельности в основном за истекший период. Внеоборотные активы, собственный капитал складываются в течение ряда лет, и их балансовая оценка может существенно отличаться от текущей, рыночной стоимости. Следовательно, значение результирующих показателей рентабельности может не точно отражать отдачу на вложенный капитал.

Также следует отметить, что существует определенное противоречие между стратегическими задачами компании и текущими финансовыми результатами. Так, если компания проводит переоборудование, переходит на новые виды товаров и услуг, требующих больших инвестиций, то рентабельность капитала может снижаться. Однако, если затраты в дальнейшем окупятся, то это снижение рентабельности нельзя рассматривать как негативную характеристику текущей деятельности.

Данные бухгалтерской отчетности можно использовать для принятия управленческих решений, но должны учитываться не только они, эти данные должны корректироваться с учетом многих факторов. Использование исключительно бухгалтерской отчетности может привести к принятию решений, которые будут противоречить интересам акционеров.

4.3. Финансовая модель компании в концепции ценностно-ориентированного менеджмента

4.3.1 Фундаментальные причины возникновения концепции ценностно-ориентированного менеджмента

Оценка стоимости компании как инструмент финансового управления получила развитие из метода приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и метода стоимостной оценки, разработанного лауреатами Нобелевской премии Мертоном Миллером и Франко Модильяни.

Следует отметить, что до сих пор экономисты активно спорят относительно того, насколько важное место занимает стоимость для акционеров в ряду других критериев благополучия экономики в целом – таких как занятость, социальная ответственность бизнеса, качество окружающей среды. Создатели моделей концепции VBM исходят из того, что компании, ориентированные на рост стоимости для их собственников, укрепляют экономику в целом.

Значение стоимости для акционеров обусловлено объективными причинами, отражающими развитие рыночной экономики, начиная с 80-х годов 20 века и побуждающими менеджеров переходить к управлению, нацеленному на рост стоимости для акционеров. К таким непосредственным причинам относятся:

1. Зарождение в 80-е годы и активизация рынка корпоративного контроля, которое характеризовалось враждебными поглощениями компаний.
2. Активность институциональных акционеров, ставших значимым фактором влияния на деятельность менеджеров корпораций в 90-е годы.

Именно названные две причины оказали наиболее существенное влияние на коренное изменение корпоративного управления, заставляя менеджеров заботиться об интересах собственников корпорации.

В начале 80-х годов США начали оправляться после затяжного периода высокой инфляции и низкого экономического роста. Многие сектора промышленности нуждались в коренной перестройке, однако менеджеры многих компаний оказались неспособны к радикальным переменам в их отраслях.

В результате, одни компании приобретали в неограниченном количестве акции других корпораций, поскольку их рыночная цена снижалась, другие распродавали приобретенные компании по частям, увольняли сотрудников, создавали новые небольшие и более конкурентоспособные компании за счет IPO. Объектами поглощений стали зрелые устойчивые компании, которые создают обильный свободный денежный поток, но не располагают привлекательными инвестиционными возможностями. Традиционное поведение

менеджеров таких компаний побуждало их реинвестировать деньги в бизнес, вместо того, чтобы возвращать их акционерам. Такая политика приводила к невыгодным инвестициям (перепроизводство традиционной продукции или инвестиции в незнакомые виды бизнеса), которые разрушали стоимость. В этих обстоятельствах вмешательство извне послужило инструментом для прекращения экономически нецелесообразного распределения ресурсов.

Таким образом, активная реструктуризация компаний стала реакцией на неспособность менеджмента многих корпораций США, а позднее и европейских стран перестроить свою деятельность по мере устаревания традиционных продуктов и рынков или по мере истощения привлекательных инвестиционных возможностей в освоенных видах бизнеса. Инструментом таких реструктуризаций послужил рынок корпоративного контроля.

На успех ценностно-ориентированного менеджмента (VBM) на Западе также повлияло повышение активности институциональных инвесторов и рост величины институциональной собственности. Оживление американского и европейского фондовых рынков с начала 80-х годов способствовало росту популярности владения акциями населением. При этом население вкладывало средства как напрямую, так и через посредников – паевых (взаимных) инвестиционных фондов и пенсионных фондов. Преимущество при этом отдавалось вложению средств через названных посредников.

Одновременно в связи с повышением доли пенсионеров развитые страны вынуждены были перейти к накопительной системе пенсионного обеспечения в рамках реформы пенсионной системы, а это требует, чтобы сбережения в накопительной части системы обеспечивали достаточно высокую доходность.

Традиционно институциональные инвесторы являлись пассивными инвесторами, проявлявшими свое недовольство результатами деятельности компании путем продажи акций или отказа от их покупки. В условиях, когда институциональные инвесторы, прежде всего, государственные и местные пенсионные фонды стали контролировать половину рынка акций, а государ-

ство требовало выполнения государственных пенсионных программ, институциональные инвесторы перешли к активной инвестиционной стратегии. Они определяли ориентиры для компаний, в которые вложены их средства, добивались смены высшего руководства, поглощения компаний, предоставляли инвестиционные ресурсы компаниям и т.д. Всё это делалось с целью наращивания стоимости акций.

В целом, нацеленность корпораций на повышение стоимости для акционеров способствует ограничению инвестиций в устаревшие технологии, обеспечивает рациональное распределение ресурсов в экономике, высокую эффективность капитала.

В результате перехода к стоимостному управлению американские корпорации значительно изменили управление свободными денежными потоками. Так, в 1960 годах свободные денежные потоки были отрицательными (приблизительно 10 центов на акцию), с 80-х годов они росли и достигали 15 долларов на акцию. Доля денежных средств в совокупных активах снижалась. Компании не позволяли денежным средствам «отдыхать», денежные средства были на минимальном уровне, они инвестировались, поскольку стоимость создается только в том случае, если денежные средства возвращаются в компанию и в конечном итоге – к инвесторам.

4.3.2. Содержание и принципы ценностно-ориентированного менеджмента

В настоящее время концепция управления деятельностью компаний, основанная на стоимости (VBM – Value-Based Management), является относительно новой, но активно развивающейся в теоретическом плане и интенсивно внедряемой в практику управления зарубежными и отечественными компаниями.

Value-Based Management представляет собой концепцию стратегического управления, направленную на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях за счет концентрации усилий всех

сотрудников, принимающих решения, на ключевых факторах роста стоимости. В рамках ценностно-ориентированного менеджмента стоимость компании определяется факторами, определяющими будущие свободные денежные потоки.

Максимальное увеличение стоимости компании должно быть главной целью менеджмента любой фирмы. Однако чтобы максимально повысить стоимость фирмы, менеджерам необходим инструмент для оценки влияния различных вариантов их действий. При помощи систематического использования модели оценки стоимости компании строят свой ценностно-ориентированный менеджмент (value-based management).

VBM-менеджмент построен на принципах, которые отличают его от бухгалтерской модели.

Принципы VBM-менеджмента:

1) *Акцент на интересах владельцев собственного капитала.* Именно акционеры в значительной степени финансируют развитие бизнеса и берут на себя риски, ожидая получить взамен прибыль. В последнее время стоимостной менеджмент расширяется за счет включения в него не только акционеров, но и других участников бизнеса. Фирма представляется как совокупность отношений между работниками, управляющими и собственниками. Действительно, у всех этих участников разные цели: менеджеры заинтересованы в увеличении текущей прибыли, сотрудники – в повышении заработной платы, собственники – в получении будущих денежных потоков, а также в увеличении производительности труда. Согласно данному принципу успешность организации определяется степенью удовлетворения интересов стейкхолдеров. К стейкхолдерам относятся все участники, которые влияют на достижение компанией цели увеличения стоимости, независимо от того, связывают их с этой компанией материально-финансовые взаимоотношения или нет, а именно:

- сотрудники;
- топ-менеджеры;

- поставщики;
- акционеры;
- кредиторы;
- дилеры;
- государство;
- потребители;
- конкуренты.

Функционирование всех заинтересованных лиц можно связать с размерами денежных потоков предприятия и рисками бизнеса, находящимися отражение в цене капитала. Оба фактора являются ключевыми для стоимости.

2) *Денежный поток, генерируемый компанией – наиболее достоверный показатель, использование которого позволяет адекватно оценить стоимость и эффективно управлять ею.* Инвесторы при вложении средств руководствуются, прежде всего, ожидаемыми будущими денежными потоками. Использование денежных потоков позволило исключить из расчетов прибыль и ввести дисконтирование денежных потоков, с помощью дисконтной ставки учитывающее факторы времени и риска.

3) *Ориентация на долгосрочный период.* Создание стоимости определяется будущими денежными потоками, порождаемыми бизнесом, что обеспечивает реализацию данного принципа. Создание стоимости является результатом двух составляющих: наличия возможностей и умения их реализовать. Стоимость учитывает долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе концепции стоимости – прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании. Таким образом, в отличие от других показателей, стоимость – всегда долгосрочный показатель. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике «выжимания соков» из компании и её финансовой несостоятельности в будущем [6, 235].

4) При оценке и управлении деятельностью компании необходимо учитывать стоимость капитала компании, включая альтернативные затраты на собственный капитал. Пока предприятие не получит прибыль, превышающую стоимость капитала, оно фактически работает в убыток (хотя платит налоги как прибыльное), так как расходы ресурсов компании больше, чем ее доход. Компании, норма прибыльности которых превышает стоимость капитала – создают стоимость для акционеров, в обратном случае стоимость разрушается. Необходимо учитывать, что затраты на обслуживание собственного капитала имеют вид неявных издержек и не распознаются в рамках бухгалтерской отчетности;

5) Реализация только тех коммерческих инвестиционных проектов, которые обеспечивают создание новой стоимости компании. Новые инвестиции создают дополнительную стоимость только тогда, когда рентабельность инвестиций выше затрат по привлечению капитала. При реализации инвестиционных проектов стоимость компании можно увеличить одним из следующих способов:

а. путем инвестирования дополнительного капитала в проекты, прибыль которых будет больше, чем расходы на привлечение нового капитала;

б. изъятием капитала из операций, которые принесли недостаточную прибыль (или хотя бы сокращением дальнейших инвестиций в эти операции);

б) Сочетание финансовых и нефинансовых ключевых показателей измерения эффективности деятельности компании. Наиболее эффективная модель реализации данного принципа базируется на концепции сбалансированной системы показателей (ССП). Концепция предусматривает представление стратегии в виде цепочки конкретных целей, основанной на причинно-следственных взаимосвязях, объединяющих четыре составляющих СПП – финансы, клиенты, бизнес-процессы, кадры. Эта модель обеспечивает соответствие бизнес-процессов, человеческих ресурсов компании и технологии предложения рынку потребительской ценности, отвечающей запросам кли-

ентов, и целям акционеров по наращиванию стоимости. Чтобы создать дополнительную ценность сверх суммы ценностей, создаваемых отдельными подразделениями, компания должна согласовать и увязать между собой стратегии бизнес-единиц, только в этом случае обеспечивается синергия.

В концепции стоимостного менеджмента используется три основных метода, которые разработаны и продвигаются в практическое поле консалтинговыми компаниями:

1.Метод свободного денежного потока - разработан и предлагается компанией McKinsey & Co.

2.Метод экономической добавленной стоимости и рыночной добавленной стоимости (EVA/ MVA) - разработан и применяется Stern Stewart & Co.

3.Метод денежной рентабельности инвестиций (CFROI), используемый Бостонской консалтинговой группой и HOLT Value Associates.

Все методы управления, основанного на стоимости, имеют общую теоретическую основу – они построены на концепции оценки свободного потока денежных средств. В их основе лежит предпосылка, что стоимость любой компании, ее стратегий или инвестиций равна текущей стоимости прогнозируемых будущих свободных денежных потоков.

Стоимость компании = Текущая стоимость будущих свободных потоков денежных средств

Для оценки стоимости компании менеджеру необходимо знать:

- число лет, в течение которых компания будет генерировать свободные денежные потоки;
- величину свободных денежных потоков в течение каждого года;
- величину ставки дисконта (при оценке стоимости компаний методом дисконтированного денежного потока в каче-

стве ставки принято использовать величину средневзвешенных затрат на капитал).

К преимуществам использования свободного денежного потока можно отнести то, что:

- он позволяет глубже изучить основополагающие (фундаментальные) характеристики компании и ее бизнеса;
- он позволяет явно рассмотреть все допущения, принимаемые при определении стоимости предприятия при прочих равных условиях.

К недостаткам отнесем следующие моменты:

- данный метод является попыткой оценить внутреннюю стоимость, следовательно, он требует большее количество входных параметров и информации, чем другие методы оценки;
- в большинстве случаев входные параметры и информация не только неточны (и труднооценимы), но и могут манипулироваться аналитиками и оценщиками для обеспечения желаемого результата.

В целом, концепция VBM в настоящее время является приоритетным инструментом более эффективного ведения бизнеса. Владение методами стоимостной оценки и использование ее результатов в качестве критерия для эффективных хозяйственных решений необходимо руководителям компании, оперативным и финансовым менеджерам.

4.3.3. Финансовая модель в рамках концепции стоимостного менеджмента и ее структурные детерминанты. Реализация концепции стоимостного менеджмента на оперативном уровне (EVA)

Использование будущих денежных потоков, лежащих в основе оценки стоимости компании, не пригодно для оперативного и текущего управления компанией, поскольку их нельзя использовать для расчета показателей, которые являются наиболее актуальными для менеджеров. Именно для этого используется показатель экономической добавленной стоимости (EVA), на ос-

нове которого формируется финансовая модель компании в рамках концепции VBM.

Для использования в практике оперативного управления EVA имеет определенные преимущества.

1. Слабое место метода свободного денежного потока для управления состоит в том, что он не предоставляет очевидного критерия эффективности ежегодной текущей деятельности. EVA является лучшим критерием эффективности компании за определенный период, т.е. подходит для оперативного управления.

2. Свободный поток денежных средств может быть отрицательным по одной из двух причин:

- высокие инвестиции в прибыльное предприятие;
- низкий уровень операционной прибыли или убыточность предприятия.

Эти факторы (причины) явно не видны при использовании будущих денежных потоков. В связи с этим метод свободных денежных потоков неинформативен и даже может быть дезориентирующим при его общем рассмотрении.

Финансовая модель, использующая термин «экономическая добавленная стоимость» (Economic Value Added, EVA), основана на том, что добавленная стоимость возникает только в том случае, если рентабельность активов компании превышает средневзвешенные затраты на капитал. Финансовая модель, основанная на экономической добавленной стоимости, с одной стороны, в наибольшей степени коррелирует с рыночной оценкой стоимости, а с другой, может быть использована в оперативном управлении компанией.

Появление этой финансовой модели было вызвано потребностью найти такой экономический показатель, который бы удовлетворял следующим требованиям:

- 1) отражал тесную связь со стоимостью акции;

2) давал возможность использовать наибольший объем информации из бухгалтерского учета, включая показатели, рассчитанные по данным бухгалтерского учета;

3) давал оценку стоимости компании с учетом фактора риска.

Важной характеристикой всех финансовых моделей, основанных на экономической добавленной стоимости, является новая (не схожая со стандартами финансового учета и отчетности) трактовка капитала и операционной прибыли. Вместо отражаемой в стандартной финансовой отчетности величины пассивов как суммы собственных источников и обязательств используется понятие инвестированного капитала. Бухгалтерская величина собственного капитала корректируется на так называемые эквиваленты собственного капитала (equity equivalents), которые рассматриваются как скрытая прибыль собственников. Эти эквиваленты более точно отражают ресурсы, которые характеризуют конкурентные преимущества компании, позволяющие ей генерировать денежные выгоды для собственников. Величина заемного капитала также корректируется. Заемный капитал как часть привлеченного капитала не включает в себя спонтанные, некоммерческие обязательства, то есть меньше суммы статей пассивов. С другой стороны, привлеченный капитал должен отразить так называемый «скрытый», «невидимый» капитал, предоставленный на условиях, сходных с кредитом. Речь идет о «дооценке» активов компании и заемного капитала на величину капитализированных арендных и лизинговых платежей. В результате величина заемного капитала может существенно увеличиться. Таким образом, получаем новую скорректированную величину привлеченного в компанию капитала [13, 121].

Ключевая особенность EVA – корректировки исходных балансовых показателей, которые позволяют приблизить прибыль к денежному потоку компании, более корректно отразить капитал, задействованный при создании этой прибыли, а также устранить так называемую «манипуляцию с отчетностью» — завышение или сглаживание прибыли компании — с помощью

умелого использования принципов бухгалтерского учета. Стерн и Стюарт разработали 164 корректировки, которые могут быть использованы при расчете EVA. Однако позже они отмечали, что для управления стоимостью на основе показателя EVA достаточно использовать только некоторые из корректировок, отражающие специфику деятельности компании и понятные ее менеджменту.

Для внешней финансовой аналитики такие корректировки капитала, приводящие к существенному изменению абсолютных величин собственного и заемного капитала, а также их весов, часто опускаются. В расчетах экономической добавленной стоимости фигурирует инвестированный капитал, который, по сути, характеризует платные и постоянные источники финансирования компании, отражаемые в стандартной финансовой отчетности.

Вычисление EVA осуществляется по следующей формуле:

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE, \quad (4.1)$$

где

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) – чистая операционная прибыль после уплаты налогов, скорректированная на величину изменений эквивалентов собственного капитала, руб.;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость капитала, %;

CE (Capital Employed) – сумма инвестированного капитала (его величина не совпадает с величиной активов (пассивов) по балансу или с долгосрочными источниками финансирования), руб.

Часто используется альтернативный способ вычисления EVA:

$$EVA = (r - WACC) \times CE, \quad (4.2)$$

где

r – рентабельность инвестированного капитала, % ($r = NOPAT / CE$);

(r – WACC) – спред эффективности, который является ключевым показателем ранжирования компаний, бизнес-единиц или реализуемых инвести-

ционных проектов по создаваемой стоимости, по качеству использования капитала.

Формулы 2.1 и 2.2 представляют собой базовую финансовую модель компании в рамках стоимостного менеджмента.

Финансовая модель компании в концепции VBM, использующая в качестве целевого показателя EVA и детализирующая ее структурные детерминанты, представлена на рис. 4.1.

4

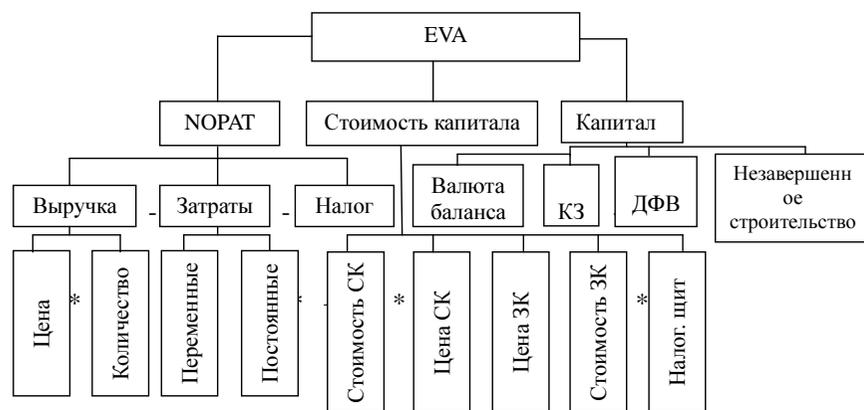


Рис. 4.1. Формирование экономической добавленной стоимости

Из представленной финансовой модели видно, что стоимость компании зависит от трех структурных детерминант: чистой операционной прибыли NOPAT, объема инвестированного капитала и стоимости привлеченного капитала, каждая из которых, в свою очередь, зависит от большого количества факторов.

Ключевая идея, лежащая в основе данной финансовой модели, состоит в учете платности всех элементов капитала, как заемного, так и собственного. В связи с этим для получения показателя, диагностирующего создание стоимости, из операционной посленалоговой прибыли должна быть вычтена плата за использование всего инвестированного капитала.

Выделяя структурные детерминанты и факторы, влияющие на них, финансовый директор формирует рычаги управления и получает возможность увеличить текущее (например, годовое) значение EVA, что ведет к наращиванию общей стоимости компании.

Возможные пути улучшения значения EVA:

1. Инвестирование средств в проект, рентабельность которого превышает затраты на капитал, вовлеченный в реализацию такого проекта;
2. Повышение эффективности управления активами – продажа непрофильных, убыточных активов, сокращение сроков оборачиваемости дебиторской задолженности, запасов;
3. Рост доходности от инвестирования капитала в проекты с растущей прибылью и адекватными затратами дополнительного капитала, при этом инвестиции в оборотный капитал и производственные мощности могут требоваться с целью увеличения объемов продаж, продвижения новых продуктов или освоения новых рынков;
4. Оптимизация инвестиций путем рационализации, ликвидации или сокращения инвестиций в операции, которые не могут обеспечить возврат стоимости капитала;
5. Оптимизация стоимости капитала путем сокращения затрат капитала, при поддержании финансовой гибкости, необходимой для реализации стратегии использования долга, управленческого риска и другими финансовыми инструментами.

Стоимость компании в рамках данной финансовой модели можно записать как:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Инвестированный капитал} + \text{Текущая стоимость будущих EVA}$$

Однако конечной целью управления не является увеличение прибыли на инвестированный капитал, не содержится она и в увеличении только EVA. Увеличение EVA за определенный период может привести к снижению стоимости компании. Это может произойти по нескольким причинам:

- увеличение EVA в рассматриваемом периоде может быть связано с возрастанием риска, что выразится в будущей стоимости капитала (как собственного, так и заемного). Таким образом, настоящая стоимость всех будущих EVA может уменьшаться, даже при росте EVA в одном из периодов;

- рост данного показателя в каком-либо периоде может быть вызван факторами, имеющими негативные последствия в долгосрочной перспективе. В качестве примера можно привести изменение схемы оплаты труда, снижающее в итоге вознаграждения, получаемые частью сотрудников. В краткосрочной перспективе данное решение может вызывать сокращение затрат и рост прибыли, что отразится в росте показателя EVA. В долгосрочной же перспективе такой подход может привести к оттоку «танталов», что ослабит конкурентные позиции и приведет к снижению будущей EVA.

EVA основывается на простой идее: инвестиции (новые и реализованные) добавляют стоимость, если их отдача (рентабельность) превышает отдачу от других инвестиций с такой же степенью риска. EVA в наибольшей степени коррелирует с оценкой стоимости компании и является наилучшим инструментом оперативного управления. Многие зарубежные компании устанавливают по показателю EVA целевые плановые нормативы будущей деятельности. Это делается по компании и по ее подразделениям.

Рассмотрим следующие варианты связи значения показателя EVA с интересом собственников:

1. $EVA=0$, т.е. $WACC = r$ и рыночная стоимость предприятия равна балансовой стоимости чистых активов. В этом случае рыночный выигрыш собственника равен нулю, поэтому ему всё равно, продолжать операции в данном предприятии или вкладывать свои средства в депозиты;
2. $EVA>0$ означает, что имеет место быть прирост рыночной стоимости предприятия над балансовой стоимостью чистых активов, что стимулирует собственников к дальнейшему вложению средств в данное предприятие;

3. $EVA<0$ ведет к уменьшению рыночной стоимости предприятия. В этом случае собственники теряют вложенный в предприятие капитал за счет потери альтернативной доходности.

Ожидание будущих значений EVA оказывает существенное влияние на рост цены акций предприятия. Если ожидания противоречивы, будет колебаться цена акций, и в краткосрочном плане невозможно будет провести четкую зависимость между значениями EVA и ценой акций предприятия. Задача планирования прибыли, а вместе с ней планирования структуры и цены капитала является первоочередной задачей менеджмента предприятия. Чем более профессиональным является руководство предприятия, тем, при прочих равных, выше значение показателя EVA и точность планирования. Именно этим объясняется тот факт, что на крупных западных предприятиях значения EVA выступают основой премий менеджеров, которые становятся более заинтересованными в росте реальной прибыльности предприятия и росте EVA. В этой связи EVA выступает основой мотивации.

Если показатель EVA выбран компанией в качестве критерия оценки эффективности своей деятельности, то задача состоит в том, чтобы повысить значение этого критерия. Такое повышение происходит как в рамках реорганизации предприятия, так и в рамках текущей управленческой деятельности.

В целом, можно обозначить роль, которую играет показатель экономической добавленной стоимости в оценке эффективности деятельности предприятия:

- EVA выступает как инструмент, позволяющий измерить действительную прибыльность предприятия, а также управлять им с позиции его собственников;
- EVA – это также инструмент, показывающий руководителям предприятия, каким образом они могут повлиять на реальную прибыльность;
- EVA отражает альтернативный подход к концепции прибыльности (переход от расчета рентабельности инвестированного капитала (ROI),

измеряемой в процентном выражении, к расчету экономической добавленной стоимости (EVA), измеряемой в денежном выражении);

- EVA выступает инструментом мотивации менеджеров предприятия;
- EVA повышает прибыльность как за счет направления основных усилий на улучшение использования капитала, так и за счет уменьшения затрат на пользование капиталом.

Однако следует отметить, что при практическом применении EVA оказывается пусть и не самой сложной моделью, но все же требующей значительного числа расчетов (авторы метода указывают на сотни операций и корректировок, которые являются необходимыми для правильного расчета показателя на основе бухгалтерских данных). В этих условиях нередко привлекательным для менеджеров становится желание немного «повертеть Евой». Манипулируя оценками, используемыми для выхода на основные факторы модели экономической добавленной стоимости, менеджеры способны повысить значение показателя EVA, при этом снизив стоимость бизнеса как в кратко-, так и в долгосрочной перспективе.

Нередко менеджеры компании в погоне за ростом показателя экономической добавленной стоимости могут быть склонны к повышению риска инвестирования, чей уровень определяет ставку дисконтирования при определении цен акций/бизнеса. В результате увеличение риска может привести к большей EVA в абсолютных величинах, но уменьшит стоимость бизнеса из-за увеличения ставки дисконтирования. Таким образом, у менеджеров может возникнуть соблазн манипулировать промежуточным показателем EVA, от которого зависит их вознаграждение. Как следствие, вся компания настраивается на текущий результат, игнорируя будущие выгоды.

Подводя итог, можно сказать, что финансовая модель компании, основанная на использовании показателя EVA, имеет свои бесспорные преимущества. Она позволяет измерить действительную прибыльность компании, а также управлять ей с позиции ее собственников. Данная финансовая модель

основана на попытке преодоления проблем традиционных финансовых моделей.

Как можно сделать вывод из вышеописанного, простого метода в оценке работы компании не существует. Показатель EVA не венец финансовой мысли, тем не менее, это важный промежуточный показатель для дальнейших расчетов.

4.4. Внутренняя модель реорганизации холдинга, ориентированного на создание стоимости

Суть современного стоимостно-ориентированного подхода к управлению компанией заключается в комплексном использовании общеизвестных методов управления (сбалансированной системы показателей, процессного управления, бюджетирования, ценообразования, мотивации и др.) для целей обеспечения роста стоимости компании.

Если предприятие в числе одной из стратегических целей ставит цель занять лидирующие позиции в своей нише, то методы управления, ориентированные на стоимость, будут наиболее приемлемы. Финансовое обеспечение экономического роста в таком случае становится возможным только за счет расширения источников финансирования предприятия, в том числе и за счет таких источников как IPO и LBO.

Привлечение крупных диверсифицируемых источников внешнего финансирования позволит обеспечить переход от модели устойчивого экономического роста к модели достижимого экономического роста.

В результате, у менеджмента компании задача разработать и внедрить механизм управления компанией, позволяющий увеличивать рыночную стоимость бизнеса, тем самым повысить инвестиционную привлекательность организации, обеспечить в случае необходимости успешный выход компании на IPO и дальнейший рост курсовой стоимости акций.

Внедрение стоимостно-ориентированного подхода к управлению на промышленных предприятиях, как правило, осуществлялось как инвестици-

онный проект, ориентированный на повышение эффективности внутрикорпоративных бизнес-процессов. Успешная реализация проекта во многом зависит от одобрения акционерами и менеджментом предприятия.

Основными этапами и наиболее значимыми результатами реализации проекта внедрения механизма управления стоимостью в деятельность организации являются следующие:

1. Проектирование целевой модели системы управления стоимостью компании

Первоначально проектной командой была определена целевая модель системы управления стоимостью транспортной компании. Эта система является составной частью процесса управления организацией в целом и представляет собой совокупность подсистем, отражающих различные стороны менеджмента операционной, финансовой и инвестиционной деятельности, а также принципов, методов, функций управления и условий функционирования (факторов), и направлена на достижение стратегических целей организации.

В основу системы управления стоимостью компании были положены **факторы** стоимости (**объекты** управления), воздействие на которые позволяет достигать необходимого результата. Влияние этих факторов оценивается в виде ключевых показателей деятельности (так называемых KPI), которые, в свою очередь, выстроены в сбалансированную систему показателей (BSC) с целью достижения оптимального баланса между факторами стоимости.

В качестве **ключевого индикатора** роста стоимости компании целесообразно использовать показатель добавленной экономической стоимости (EVA). Поскольку, во-первых, EVA — это показатель, который учитывает интересы всех стейкхолдеров: инвесторов (акционеров, кредиторов), поставщиков, клиентов, персонала, бюджета и др. (положительное значение EVA означает, что компания исполнила обязательства перед всеми участниками бизнеса и превзошла ожидания собственников); во-вторых, применяемый в

компании доходный метод оценки стоимости бизнеса основан на использовании показателя добавленной экономической стоимости; в-третьих, EVA является тем ключевым комплексным индикатором, в котором наиболее полно представлены факторы стоимости для целей управления в области операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании.

Процесс управления стоимостью охватывает **функции**: планирования, организации, учёта, анализа, коррекции, мотивации.

Субъекты управления — лица, принимающие решения (ЛПР) — топ-менеджмент компании: директора по функциональным направлениям. Так, например, в перспективе сбалансированной системы показателей (BSC) «Финансы» лицом, принимающим решения, является Финансовый директор, в перспективе «Рынок» — Коммерческий директор и т.д.

В результате, от субъекта управления исходит управляющее воздействие, а от объектов управления — обратная связь в виде отлаженных информационных потоков. При этом в виде информационных потоков выступают отчёты, формы и порядок предоставления которых регулируют содержание, объём, периодичность предоставления и пользователей информации. На основе данных, содержащихся в отчётах, ЛПР принимает управленческие решения. Критериями принятия решений ЛПР являются целевые значения факторов стоимости компании — KPI, объединённых в BSC.

В основу системы управления стоимостью организации заложены определенные **принципы** (комплексности, многоуровневости, непрерывности, сбалансированности, рентабельности и др.).

Методы управления стоимостью промышленного предприятия позволяют достичь необходимых результатов. При этом важно отметить именно *комплексное* использование в процессе управления компанией следующего набора инструментов (методов): сбалансированной системы показателей, стратегически ориентированной системы бюджетирования, маргинально-стоимостного подхода к ценообразованию транспортно-экспедиционных услуг, процессного управления предприятием, соответствующей организаци-

онной структуры, системы учёта и отчётности, обучения и мотивации персонала.

Следует отметить, что система охватывает все сферы деятельности компании: операционную, инвестиционную и финансовую.

Увеличение стоимости базируется на трёх основных процессах: управлении активами (или инвестированным капиталом), операционной эффективности, которые определяют рентабельность инвестированного капитала (ROIC), и финансовой политике, которая определяет структуру и средневзвешенную стоимость капитала (WACC). В свою очередь, сопоставление ROIC и WACC позволяет оценить динамику стоимости компании за рассматриваемый период.

После определения целевой модели управления стоимостью компании было осуществлено практическое внедрение методов, с помощью которых происходит процесс воздействия субъекта управления на объект управления, — факторы стоимости.

Остановимся на них более подробно.

2. Внедрение сбалансированной системы показателей (BSC).

Как известно, система была разработана английскими экономистами Р. Капланом и Д. Нортоном. Показатели, положенные в основу этой системы стратегического управления организацией, были отобраны таким образом, чтобы отразить все существенные с точки зрения стратегии аспекты её деятельности.

- Обучение и развитие: чтобы реализовать наше видение, как мы будем поддерживать нашу способность изменяться к лучшему.
- Бизнес-процессы: в каких бизнес-процессах мы должны преуспеть, чтобы оправдать ожидания наших акционеров и клиентов.
- Клиенты: какими мы должны быть в глазах наших клиентов, чтобы реализовать наше видение.
- Финансы: каких финансовых результатов мы должны достичь, чтобы наши акционеры были довольны.

После этого сбалансированная система показателей была увязана со стратегическими целями развития компании. Кроме того, необходимо выявить и формализовать причинно-следственные связи между отдельными перспективами стратегии развития компании.

3. Модель реализации стратегии в системе текущего бюджетирования.

Разработанная сбалансированная система ключевых показателей (KPI) по четырём аспектам стратегии развития компании необходимо транслировать в бюджет. Таким образом, бюджет организации будет гармонично сочетать в себе функции оперативного и стратегического управления. При этом в планах работ подразделений на предстоящий период будут предусмотрены мероприятия, направленные на достижение плановых значений целевых показателей, установлены ответственные за их исполнение, система мотивации персонала была увязана с ключевыми показателями деятельности, и соответствующим образом организован контроль.

Параллельно с указанными выше процессами, необходимо реализовать следующие:

4. Внедрение маргинально-стоимостного подхода к ценообразованию

Следует отметить, это — принципиально новый подход к ценообразованию, калькуляции себестоимости и экономическому анализу, наиболее полно, на наш взгляд, отвечающий поставленной цели — формированию добавленной экономической стоимости. Маргинально-стоимостной подход основан на теории стоимости, капитала и маргинального анализа. Суть его заключается в следующем: целевая маргинальная надбавка (или маргинальный доход), представляющая собой разность дохода и переменных расходов, должна обеспечивать покрытие постоянных расходов и создание целевой добавленной стоимости компании. Соответственно, целью политики ценообразования становится определение такой цены на продукт или услугу, которая позволит достичь объёма продаж, максимизирующего стоимость компании.

Главное отличие его от других методов ценообразования состоит в следующем: новый метод позволяет учесть при формировании цены на продукт все факторы стоимости, в то время как другие известные современные методики ценообразования часто не учитывают требования акционеров на инвестированный капитал и создание добавленной экономической стоимости.

Как показано на рис. 5.3., в точке безубыточности ($EVA = 0$) цена на товар (услугу) обеспечивает только покрытие переменных и постоянных расходов компании, добавленная стоимость не создаётся. В левом поле от точки безубыточности цена на услугу не только не создаёт добавленную стоимость, но и не покрывает полностью все расходы компании. В правом поле, наоборот, цена не только обеспечивает покрытие суммарных расходов компании, но и создаёт добавленную стоимость компании ($EVA > 0$).

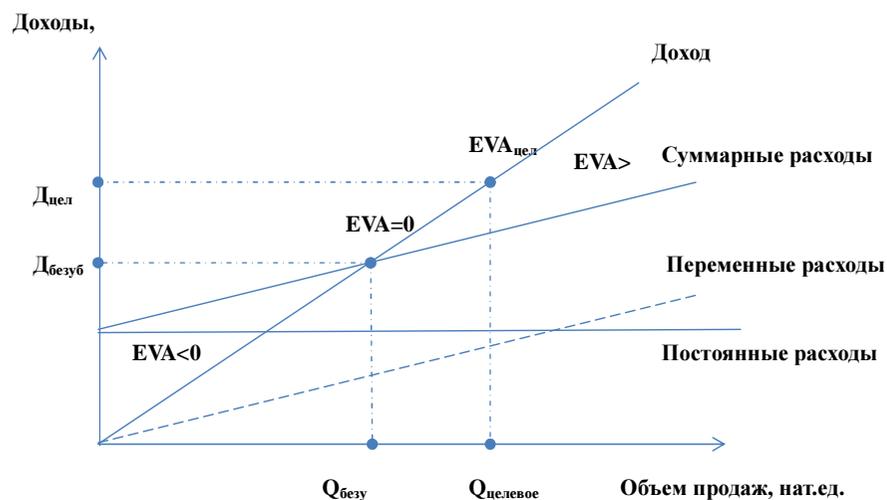


Рис. 5.3. Анализ безубыточности, ориентированный на создание стоимости

Как правило, акционерами компании устанавливается целевое значение EVA, которого необходимо достичь в ходе реализации стратегии развития компании для обеспечения роста её стоимости.

В целях обеспечения достижения стратегической цели организации по максимизации её стоимости, в компании используется стратегически-ориентированная система бюджетирования. В рамках этой системы каждому доходному подразделению финансовой структуры компании устанавливается индивидуальное бюджетное задание на целевое маржинальное покрытие постоянных расходов и создание добавленной стоимости компании. В этом случае обеспечивается планомерное достижение главной стратегической цели компании, особенно потому, что это является и основанием для мотивации персонала.

Важно отметить, что менеджмент предприятия по согласованию с акционерами компании имеет возможность перераспределять маржинальную нагрузку между центрами доходов, предоставляя временную возможность одним центрам доходов, находящимся на стадии зарождения и роста [1], развиваться, увеличивать рыночную долю, в то время как целевую добавленную стоимость компании обеспечивают другие подразделения. Со временем эта ситуация изменится, и подразделения, начнут приносить ожидаемую отдачу на инвестированный капитал, обеспечивая непрерывный рост стоимости компании в будущем.

Зная структуру маржинального покрытия и себестоимость услуги (табл. 5.1), менеджер по продажам на переговорах имеет возможность управлять ценой, снижая её до определенного уровня, как показано в таблице, например до уровня покрытия операционных расходов, налогов и платы за инвестированный капитал или до уровня покрытия прямых операционных расходов. Безусловно, такие решения оправданы при условии обеспечения маржинального покрытия. Только в этом случае целесообразны скидки с цены.

Уровни цены при маргинально-стоимостном подходе к ценообразованию

| Уровень | Формула |
|--|--------------------------------------|
| 1-й Покрытие переменных расходов | Переменные расходы |
| 2-й Покрытие прямых операционных расходов | 1 + Постоянные прямые расходы |
| 3-й Покрытие косвенных операционных расходов | 2 + Постоянные косвенные расходы |
| 4-й Покрытие операционных расходов и налогов | 3 + Налоги |
| 5-й Покрытие операционных расходов, налогов и платы за инвестированный капитал | 4 + Плата за инвестированный капитал |
| 5-й уровень — безубыточный уровень, EVA = 0 | |
| 6-й Формирование добавленной стоимости меньше целевого значения | 5 + EVA (< целевого значения) |
| 7-й Формирование добавленной стоимости равной целевому значению | 5 + EVA (= целевому значению) |
| 8-й Формирование добавленной стоимости больше целевого значения | 5 + EVA (> целевого значения) |

Следует отметить, что в связи с переходом на новую систему ценообразования в компании целесообразно разрабатывать соответствующие KPI для конкретного доходного подразделения, для каждой сделки и схемы перевозки. Например, вклад на покрытие (рассчитывается как отношение маржинального дохода сделки к маргинальному покрытию центра доходов, показывает вклад сделки в маргинальное покрытие центра дохода) или маргинальная рентабельность инвестированного капитала (рассчитывается как отношение маржинального дохода сделки к сумме инвестированного капитала, показывает отдачу капитала, инвестированного в сделку) и др. в целом преимущества маргинального ценообразования для управления предприятием, ориентированного на стоимость, представлены на рис. 5.4.

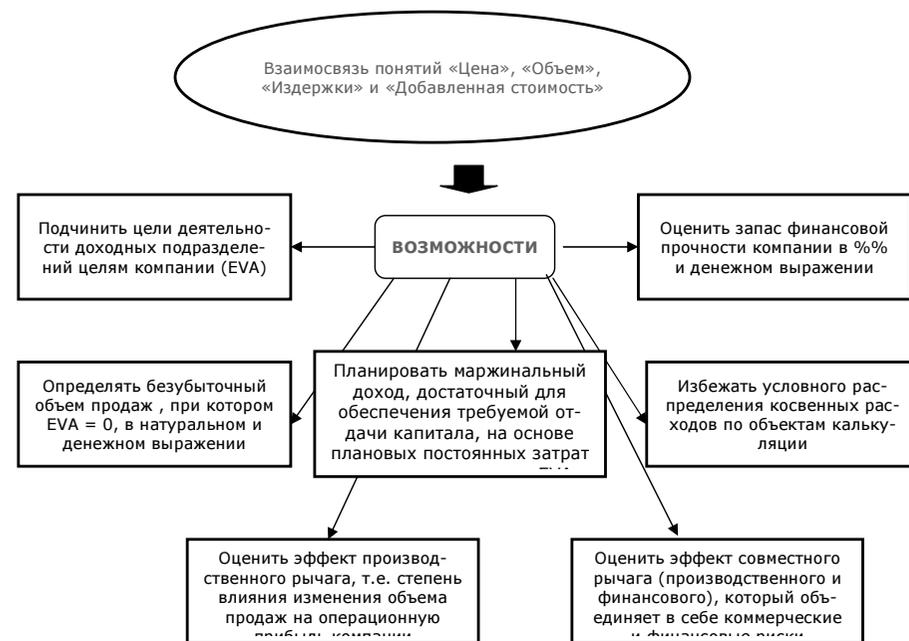


Рис 5.4. Преимущества маргинального метода ценообразования при организации управления, ориентированного на стоимость²⁰

Дополнительные процессы внутренней реорганизации.

5. Внедрение процессного управления предприятием

В компании необходимо сформировать основу таких систем, как: система формирования потоковых диаграмм создания ценностей с методикой перехода от исходного состояния процессов к сценарию улучшенных процессов с процедурой постоянного мониторинга процессов; система учёта и контроля несоответствий, включая методику борьбы с внутренними (до клиента) и внешними (от клиента) отказами; система управления качеством процессов компании.

Внедрение процессного управления на предприятии осуществляется в несколько этапов:

²⁰ Палкина Е.С. EVA в системе управления компанией // Информационные технологии и системы: управление, экономика, транспорт, право / Под ред. д.т.н., проф. Е.П. Истомина и др. — Вып. 1 (6). — СПб.: Андреевский издательский дом, 2008

1. Отбор ключевых бизнес-процессов, таких как: приём и исполнение заявки от клиента на товар, продвижение нового товара и др.

2. Построение потоковой диаграммы создания ценности для каждого ключевого бизнес-процесса. Данные диаграммы позволяют оценить временные, трудовые и финансовые затраты процесса и определить резервы для повышения эффективности рассмотренных бизнес-процессов.

3. Обобщение результатов анализа бизнес-процессов в T-матрице, которая содержит описание выявленных симптомов, коренных причин их возникновения и мероприятий по решению существующих проблем.

В целом, внедрение системы процессного управления в компании позволяет:

- больше ориентироваться на потребителей продуктов и услуг транспортной компании;
- повысить качество продуктов и услуг;
- обеспечить рост степени удовлетворённости ключевых партнёров организации (акционеров, персонала, потребителей, подрядчиков, общества);
- ввести систему постоянного улучшения бизнес-процессов организации;
- минимизировать затраты и издержки деятельности компании;
- повысить мотивацию персонала компании через эффект вовлечения в ключевые решения;
- способствовать развитию корпоративной культуры, символизирующей лидерские качества.

С целью повышения эффективности внедрения механизма управления стоимостью компании необходимо изменить организационную структуру компании. В компаниях с функциональной организационной структурой достаточно сложно организовать эффективное управление, ориентированное на стоимость. В данном случае целесообразно использовать дивизионализацию или матричную организационную структуру.

6. Направления трансформации организационной структуры

Первым направлением является дивизионализация – это разделение организации на независимые (автономные) подразделения и передача им ответственности за получаемую прибыль²¹.

При матричной организационной структуре, в которой сотрудники подчиняются не только функциональному руководителю, но и руководителю проекта.

Внедрение матричной (проектной) структуры в компании позволило разделить стратегическое и оперативное управление, осуществлять нововведения, совершенствовать бизнес-процессы, успешно решать сложные нестандартные управленческие задачи, достичь гибкости управления.

При внедрении любой из указанной организационной структуры приводит к тому, что высшему менеджменту организации приходится оценивать эффективность каждого из подразделений по отдельности. Это, в свою очередь, привело к значительному росту уровня нагрузки на топ-менеджеров. Также возник вопрос о том, как объективно оценивать эффективность каждого из подразделений. Проблема заключается в том, что применение единой системы оценки эффективности для подразделений, занятых различными процессами, по меньшей мере, непродуктивно. Поэтому и в данном случае целесообразно использовать следующие инструменты оценки эффективности того или иного подразделения: ROI, RI, EVA, NPV, стандартные показатели эффективности, EBITDA.

7. Совершенствование системы управленческого учёта и отчётности

Система управленческого учёта и отчётности является основой для оценки плановых и фактических значений KPI и для принятия управленческих решений руководством.

Отчёты крупного промышленного предприятия целесообразно классифицировать компании по ряду признаков.

²¹ URL: <http://www.vocable.ru/dictionary/660/word/divizionalizacija>.

По уровням управления — стратегические, оперативные, тактические.

Следует отметить, что информационный поток на тактическом уровне управления более частый, подробный, точный, предсказуемый, данные детализированы, и количество пользователей велико. Отчёты могут предоставляться дифференцировано, то есть разным пользователям по какому-то одному сегменту информации, информационному срезу. На стратегическом уровне управления отчёты предоставляются реже, они более агрегированы, общие, менее точные, круг доступа лиц ограничен.

По группам пользователей – внешние пользователи, внутренние пользователи (топ-менеджмент, другие подразделения).

По периодичности предоставления – еженедельные, ежемесячные, ежеквартальные, ежегодные.

Финансовые отчёты (Отчёт о прибылях и убытках, P&L; Отчёт о движении денежных средств, CF; Баланс, BS; Показатели, KPI) формируются в соответствии с МСФО. Данные поступают из информационной системы компании. Данные, содержащиеся в отчётности, позволяют оценить эффективность деятельности как компании в целом, так и отдельного подразделения, сотрудника.

Порядок формирования управленческой отчётности в компании, определяющий содержание отчётов, сроки и периодичность их предоставления, пользователей отчётной информации, регламентируется соответствующим приказом.

С целью повышения качества предоставляемой пользователям отчётной информации планируется усовершенствовать информационную систему организации посредством перехода от информационной системы класса ERPS(*EnterpriseResourcePlanningSystem*) на более современный класс BPMS(*BusinessProcessManagementSystem*).

8. Система мотивации персонала, ориентированная на рост EVA

В организации, ориентированной на создание стоимости, необходимо применять систему мотивации персонала. В основу системы мотивации как правило, положен показатель экономической добавленной стоимости. Персонал для целей мотивации может быть разделён на категории. Условием выплаты премии является выполнение бюджетного задания по показателю spread EVA, рассчитанного как разность рентабельности и средневзвешенной стоимости инвестированного капитала. Величина общего мотивационного фонда определяется по шкале, выражающей зависимость между EVA и начисленным мотивационным фондом.

9. Внутреннее обучение персонала компании

Одним из главных условий успешного внедрения системы управления стоимостью в компании является заинтересованность и понимание необходимости происходящих изменений всеми сотрудниками компании, в первую очередь руководителями.

Для целей формирования стоимостного мышления у персонала компании для руководителей всех уровней управления и ключевых сотрудников компании проектной командой был организован выездной семинар с презентацией, посвящённый внедрению стоимостно-ориентированного подхода к управлению транспортной компанией. Это позволило повысить эффективность процесса внедрения механизма управления стоимостью бизнеса в деятельность компании.

Следует отметить, что любое предприятие зачастую сталкивается с проблемами недостаточной квалификации кадров. Другими проблемами могут быть: значительные затраты трудовых и временных ресурсов, нехватка специалистов и отсутствие заинтересованности персонала во внедрении нововведений. В данном случае проблему целесообразно решать посредством привлечения консультантов со стороны (например, при внедрении процессного управления компанией). Помимо этого необходимо проводить внутреннее обучение сотрудников, вовлечение ключевых сотрудников в проект и соответствующая мотивация персонала.

10. Формирование системы риск-менеджмента, ориентированного на создание стоимости.

Риски промышленных предприятий достаточно разнообразны. К ним относятся любые операционные риски и риски, типичные для реального сектора экономики: риски, связанные с проектированием; освоением современных технологий; производством, в рамках которого отдельные элементы процесса могут быть уникальными; риски, связанные с процессом управления созданием нового изделия (как правило, формируются нетрадиционные структуры управления), с применением новых информационных технологий, с проведением испытаний.

Реализация описанных рисков может привести к нарушению календарного плана производства, увеличению стоимости изделия, ухудшению основных характеристик и, как следствие, запаздыванию выхода на рынок, проблемам с установлением конкурентоспособного уровня цен, дальнейшим продвижением на рынке вследствие наличия конкуренции.

Поэтому полнота и достоверность данных, используемых при управлении предприятием, являются определяющими. Для обеспечения повышенной надежности система управления риском предприятия реального сектора экономики должна в полной мере использовать преимущества систем с обратной связью, включая детальное структурирование по уровням контроля, горизонтам управления, с целью оперативного мониторинга рисков и информирования об их возникновении соответствующих руководителей для принятия эффективных управленческих решений.

Концептуальные основы управления рисками заключаются в том, что процесс управления рассматривается как органическое объединение и взаимосвязь двух составляющих: процесса управления рисками, т.е. технологии управления, и риск-менеджмента, т.е. организации управления рисками. Под стратегическим управлением рисками авторами понимается процесс управления рисками предприятия, ориентированного на реализацию выбранной стратегии развития и достижения целевых стратегических показателей.

Функциональная схема системы управления²² риском предприятия реального сектора экономики представляет собой систему с четырьмя обратными связями, соответствующими четырем горизонтам управления. Система разработана в соответствии с основными принципами управления: непрерывности, целенаправленности, системности, комплексности, структурированы целевые показатели управления рисками по горизонтам управления в соответствии со стоимостным подходом к управлению.

Существует достаточное количество методов управления рисками, используемых на практике предприятиями. Представленная ниже методология позволяет сформировать систему стратегического управления рисками с учетом выполнения специфических требований обеспечения дополнительной надежности и оперативности, т.е. систему гармонизированного управления рисками.

Функциональная схема системы стратегического управления риском предприятия на основе стоимостного подхода

Предлагаемая функциональная схема системы управления риском промышленного предприятия представляет собой многоуровневую систему с обратной связью.

В системе четыре *горизонта управления*: нормативно-стратегическому, стратегическому, тактическому, оперативному. Функциональные задачи, решаемые каждым уровнем, отражены в табл. 1. Следует отметить, что управление строится таким образом, чтобы в каждом контуре реализовывалась соответствующая *цель управления*.

На уровне оперативного управления это выполнение условия положительности отклонения рентабельности собственного капитала ROE от требуемой величины ROE_{mp} в любой момент функционирования системы, где, как правило, значение ROE_{mp} характеризуется средним значением по отрасли.

²² Бадалова Анна Георгиевна, Пантелеев Петр Андреевич Функциональная схема системы стратегического управления риском предприятия авиационно-промышленного комплекса на основе стоимостного подхода

$$\Delta ROE = ROE - ROE_{mp} > 0$$

Приведенное условие отражает требование устойчивого поддержания величины рентабельности собственного капитала не ниже требуемого уровня.

Таблица 4.3.

Функциональные задачи риск-менеджмента, ориентированного на управление стоимостью

| Уровень управления | Орган управления | Горизонт управления | Основные функциональные задачи | Критерий качества управления |
|--------------------|------------------------------|---------------------------|--|------------------------------|
| Наивысший | Совет директоров (Правление) | Нормативно-стратегическое | 1. Принятие стратегии управления риском. 2. Определение приемлемого риска для предприятия. 3. Контроль всех стоимостных показателей деятельности компании. 4. Мотивация к эффективному управлению риском. | $\Delta BV > 0$ |
| Высший | Комитет по рискам | Стратегическое | 1. Описание и мониторинг угроз и рисков. 2. Разработка исполнительных процедур реализации стратегий. 3. Принятие решений по управлению стоимостью BV_{n-1} . | |
| Средний | Службы риск менеджмента | Тактическое | 1. Осуществление управления рисками на основании исполнительных процедур. 2. Выявление, классификация, оценка уровня и анализ рисков. 3. Принятие решений по управлению величиной EVA_t . | $\Delta EVA > 0$ |
| Низший | Риск-менеджеры | Оперативное | 1. Мониторинг и анализ рисков. 2. Принятие решений по управлению ROE_t . | $\Delta ROE > 0$ |

На уровне тактического управления это выполнение условия положительности отклонения значения экономической добавленной стоимости EVA_t от требуемого значения EVA_{mp} при условии $EVA_t > 0$, так как при $EVA_t = 0$ риск

только компенсируется, а значение $EVA_t < 0$ свидетельствует о неэффективном управлении.

$$\Delta EVA = EVA_t - EVA_{mp} > 0$$

На стратегическом и нормативно-стратегическом уровне управления это выполнение условия положительности отклонения фундаментальной стоимости предприятия BV_{n+1} через n стандартных периодов времени после продажи предприятия в $n+1$ -м году от требуемого значения.

$$\Delta BV = BV_{n+1} - BV_{mp} > 0.$$

Естественно, что орган управления более высокого уровня может принимать решения, относящиеся к компетенции более низких органов управления, что в схеме отражено стрелками.

Система управления функционирует в непрерывном времени, реагируя на изменения внешней среды (внешних рискообразующих факторов) и внутренних рискообразующих факторов.

*Внешние рискообразующие*²³ *факторы* делятся на две группы:

а) прямого действия:

- нестабильность законодательства
- непредвиденность действий государственных органов
- непредвиденные изменения конъюнктуры рынков
- непредвиденные действия конкурентов
- непредвиденные изменения во взаимоотношениях с партнерами
- коррупция и рэкет

б) косвенного действия:

- нестабильность политических условий;
- нестабильность социальных условий;
- непредвиденные изменения экономической ситуации в стране;
- непредвиденные изменения экономической обстановки в регионе;
- непредвиденные изменения в отрасли;

²³ Бадалова Анна Георгиевна, Пантелеев Петр Андреевич Функциональная схема системы стратегического управления риском предприятия авиационно-промышленного комплекса на основе стоимостного подхода

- стихийные силы природы, климат.

Внутренние рискообразующие факторы делятся также на две группы:

а) объективные факторы:

- стихийные воздействия локального характера;
- непредвиденные изменения во внутрихозяйственных отношениях;
- недостаток бизнес-информации на предприятии;
- отсутствие служб управления рисками;
- финансовые проблемы внутри предприятия;
- отсутствие системы управления рисками на предприятии;
- отсутствие механизма мотивации управления рисками на предприятии.

б) субъективные факторы:

- низкий уровень знаний, умений и навыков специалистов и менеджеров на предприятии;
- отсутствие у специалистов знаний и умений управления рисками;
- ошибки при принятии управленческих решений;
- ошибки при реализации решений.

Предложенная схема удовлетворяет основным принципам управления:

- *непрерывности* (все контуры непрерывно реагируют на результаты воздействия внешних и внутренних рискообразующих факторов);

- *целенаправленности* (каждый контур управления функционирует для достижения определенной цели, непосредственно связанной с целями функционирования остальных контуров системы);

- *системности* (применяется принцип обратной связи, последовательная реализация которого позволяет текущим финансовым результатам деятельности предприятия влиять на характер его функционирования. Полученная замкнутая система является многоконтурной, в которой контуры влияют друг на друга);

- *комплексности* (система позволяет управлять различными группами рисков, так и риском промышленного предприятия в целом).

Управленческие возможности на уровне оперативного управления:

- величина собственного капитала (SV)
- величина эквивалента собственного капитала ($SV_{экс}$)
- величина всего заемного капитала ($ЗДЦP_t$)
- ставка дохода на собственный капитал (CD)
- стоимость заемного капитала ($СЗК$)
- ожидаемая рентабельность инвестиций ($ROIC_t$)
- требуемое значение рентабельности собственного капитала (ROE_{mp}).

Управляющие воздействия в контуре тактического управления:

- составляющие бухгалтерской операционной прибыли ($NOPAT_t$)
- средневзвешенные затраты на капитал ($WACC_t$)
- величина инвестированного капитала (IC_t)
- требуемое значение экономической добавленной стоимости (EVA_{mp}).

Управленческие возможности на уровне стратегического управления:

- величина инвестированного капитала (IC_t)
- составляющие экономической добавленной стоимости по периодам времени (EVA_t)
- ожидаемые темпы роста денежного потока (g)
- промежуток времени управления (количество стандартных периодов времени n)
- составляющие бухгалтерской операционной прибыли по периодам времени ($NOPAT_1, \dots, NOPAT_{n+1}$)
- ожидаемая рентабельность инвестиций ($ROIC_t$)
- средневзвешенные затраты на капитал ($WACC_t$)
- требуемое значение стоимости предприятия (BV_{mp}).

Управленческие возможности на уровне нормативно-стратегического управления:

- задание значений ($ROE_{mp}, EVA_{mp}, BV_{mp}$)

Для реализации предложенной методики можно использовать методы интервального анализа. При этом все значения переменных, входящих в рас-

четные формулы и называемых далее управляющими воздействиями, представляются интервалами, ширина которых отражает степень неопределенности их задания. Для всех расчетов может быть использована интервальная арифметика. В результате значения всех стоимостных показателей деятельности предприятия также представляются интервалами.

Одновременно может быть решена задача анализа влияния управляющих воздействий на величину показателей. Решая уравнения вида $\Delta BV=0$ относительно выбранного управляющего воздействия, можно находить его критические значения в виде интервала неопределенности.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На современном этапе развития рыночных отношений в российской экономике одним из способов эффективного развития бизнеса и его адаптации к постоянно меняющимся условиям функционирования является осуществление реорганизационных процедур в крупных компаниях (путем слияния, присоединения, выделения самостоятельных организаций), сопровождающееся централизацией капитала и его движением в сферы наиболее выгодного использования. Действенной формой централизации капитала и функционирования крупного бизнеса является создание холдинговых структур.

Холдинговые структуры становятся в России одной из ведущих форм функционирования крупных компаний, и к настоящему времени в российской практике накоплен достаточно большой опыт создания и функционирования холдинговых структур, а также их управления. Однако в отечественной и зарубежной экономической научной литературе теоретические и методические вопросы организации финансового управления холдингом разработаны далеко не всесторонне.

Исследование отечественной и зарубежной научной и законодательной литературы позволило проанализировать направления реорганизации компаний (в форме слияния, присоединения, выделения и разделения) и сделать вывод от том, что коммерческие организации, и в первую очередь, крупные структуры, вынужденные в условиях российской экономики постоянно искать способы совершенствования хозяйствования, могут проводить реорганизационные мероприятия для стабилизации финансового состояния, экономического роста и повышения эффективности управления.

Исследования холдинговых структур позволили сделать вывод о многообразии их типологических признаков, систематизировать их функции, а также проанализировать предпосылки создания холдинговых структур и особенности их становления на водном транспорте.

Создание групп взаимосвязанных организаций означает, прежде всего, становление мощных структур, способных формировать основные современные элементы рыночного хозяйства, особенно на фондовом, инвестиционном и кредитном рынках. В силу этого, к числу главных функций холдинговых структур относятся: *управленческая функция (централизованное управление)*, проявляющаяся в осуществлении Группами единой концептуальной политики в области маркетинга, рекламы, регулирования, контроля учета и консолидации отчетности, централизованной юридической и информационной поддержки участников Группы, стратегического и текущего планирования деятельности, развития бизнеса, а также централизованного управления финансами и персоналом Группы; *инвестиционно - финансовая функция* заключается в централизации и концентрации у основной компании капитала; осуществлении совместной эмиссии ценных бумаг; заключении кредитных соглашений под гарантии Группы; проведении единой инвестиционной и финансовой политики; привлечении дополнительных источников финансирования; выборе вариантов диверсификации инвестируемого капитала. *Производственная и научно-техническая функция* холдинговых структур проявляется в увеличении и наращивании интеллектуального потенциала для развития новых направлений производства, его модернизации, рациональном размещении мощностей и персонала на дочерних предприятиях, разработки и внедрения новых технологий, материалов и новых видов изделий. *Функция централизованного обслуживания* включает техническое обслуживание, общее снабжение и обеспечение безопасности.

Исследование показало, что сложность классификации холдинговых структур состоит в большом многообразии типологических признаков, позволяющих дифференцировать или объединять Группы в зависимости от тех или иных факторов. В качестве основных классификационных признаков выделены: критерий долевого участия основной компании во владении капиталом дочерних, форма взаимного владения капиталом, юридический статус владельцев холдинговой компании, характер функции холдинговой компа-

нии, внутрихолдинговая иерархия участников, состав участников (наличие в структуре финансово-кредитных учреждений), специализация, территориальное расположение компаний Группы и их принадлежность юрисдикции одного или нескольких государств.

Анализ современных методических подходов и методов оценки синергетического эффекта холдинговых структур, позволил выделить следующие методы и подходы: 1) метод, основанный на анализе финансовых показателей при реорганизации холдинговой структуры; 2) метод, основанный на измерении синергетического эффекта; 3) подход, основанный на аккумуляровании потенциала взаимовыгодных долгосрочных деловых отношений (по опыту японских «кейрецу»); 4) метод, ориентирующийся на возможности обеспечения конкурентных преимуществ; 5) метод, основанный на теории транзакционных издержек; 6) коэффициентный подход.

Исследование показало актуальность и принципиальную возможность применения теоретических и практических исследований зарубежных и отечественных авторов в этой области в условиях российской экономики. Однако рассмотренные подходы имеют и недостатки.

Ряд существующих зарубежных и отечественных методов оценки эффективности создания и функционирования холдинговых структур носит описательный характер, не позволяет количественно оценивать изменение эффективности в результате создания Группы и прогнозировать целесообразность организации холдинговых структур; рассмотренные методы не позволяют учитывать результат консолидации капитала и деятельности компаний при создании холдинговой структуры; некоторые методы трактуют достаточно узко аспект эффективности функционирования Группы; в исследованных методах практически не учитывается фактор диверсификации рисков при функционировании холдинговой структуры.

Анализ теории и практики организации финансового управления холдинговых структур показали, что существует большое количество методик, позволяющих ориентировать менеджмент на рост стоимости

бизнеса. Большинство из исследуемых методик ориентировано на финансовые показатели организации, что, в современных рыночных условиях, не достаточно адекватно. Автор, в целях оптимизации финансового управления в холдинговой группе предлагает использовать подход ориентированный на анализ финансовых решений с позиций их влияния на рыночную стоимость компании. Информационная база такого анализа существенно шире бухгалтерских данных, поскольку рыночная стоимость компании формируется на фондовом рынке, где определяется финансовая конкурентоспособность компании, отражающая эффективность управления стоимостью бизнеса, т.е. способность наращивать стоимость компании в условиях наличия разных альтернатив движения капитала на финансовом рынке, сопровождающихся разным уровнем доходности и риска. Этот подход рассматривает традиционный финансовый анализ, а точнее, анализ финансовой отчетности, в качестве одного из элементов современного финансового анализа, трактуемого в широком смысле, как система методов анализа альтернативных способов повышения рыночной стоимости компании. На базе второго подхода и основана концепция EVA, которая часто используется западными компаниями как более совершенный инструмент измерения эффективности деятельности подразделений, нежели чистая прибыль. Такой выбор объясняется тем, то EVA оценивает не только конечный результат, но и то, какой ценой он был получен (т.е. какой объем капитала и по какой цене использовался).

• СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Приказ МФ РФ от 30.12.96 №112 «О методических рекомендациях по составлению и представлению сводной бухгалтерской отчетности».
2. Налоговый Кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая. – М.: ТК Велби, Изд-во Невский проспект, 2012. -520 с.
3. Положение по бухгалтерскому учету «Доходы организации» ПБУ 9/99, утв. приказом Минфина РФ от 06.07.99 № 43н.
4. Указ Президента РФ от 16.11.1992 №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» (с изменениями и дополнениями от 16.07.98.).
5. Указ Президента РФ от 28.04.1997 № 426 «Об основных положениях структурной реформы в сферах естественных монополий».
6. Указание ЦБР от 10.09.2001 № 1032-У «О сроках представления банковскими холдингами консолидированной отчетности».
7. Федеральный Закон о несостоятельности (банкротстве) № 6-ФЗ от 08.01.98. М.: Буквица, 1996. 96 с.
8. Федеральный закон от 26. 12. 1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями и дополнениями).
9. Федеральный Закон от 30.11.1995. №190-ФЗ «О финансово-промышленных группах» (с изменениями и дополнениями).
10. *Абрютина М.С., Грачев А.В.* Анализ финансово-экономической деятельности предприятия: учебно-практическое пособие. М.: «Дело и сервис», 1998. С. 256
11. *Ансофф И.* Новая корпоративная стратегия. СПб.: Изд-во «Питер», 1999. С.416
12. *Аронов А.М., Петров А.Н.* Диверсификация производства: теория и стратегия развития. СПб., 2000. С. 259.
13. *Афанасьева А.Н.* Анализ эффективности использования собственного и заемного капитала. Расширенная модель «Дюпон» // Российский журнал менеджмента. – 2004. - № 4. – С. 104 – 109.
14. *Бадалова А.Г.* Система управления рисками: методология, организационно- информационное обеспечение, эффективность внедрения.– М.: ИЦ МГТУ “Станкин”, “Янус-К”, 2007.– 120 с.
15. *Бадалова А.Г.* Управление рисками производственных систем: теория, методология, механизмы реализации: монография [Текст] / А.Г. Бадалова. – М.: «Станкин», «ЯНУС-К», 2006. – 328 с.
16. *Балабанов И.Т.* Основы финансового менеджмента: Учеб. Пособие. -3-е изд., перераб. и доп. –М.: Финансы и статистика, 2009
17. *Балабанов И.Т.* Риск-менеджмент. М.: «Финансы и статистика», 1996. С. 192.
18. *Баскакова М.А.* Толковый юридический словарь: бизнес и право (русско-английский, англо-русский). М.: «Финансы и статистика», 1998. С. 583.
19. *Белолитецкий В.Г.* Финансы фирмы: курс лекций / под ред. И.П. Мерзлякова. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 298.

20. *Бланк И.А.* Управление активами. К.: «Ника-Центр», 2000. С. 720.
21. *Бланк И.А.* Управление прибылью. К.: «Ника-Центр», 1998. С. 544.
22. *Борисов А.Б.* Большой экономический словарь. М.: «Книжный мир», 2003. С. 895.
23. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2007 г. - 1008 с.
24. *Бригхем Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент: полный курс. В 2 т. / пер. с англ. // под ред. В.В. Ковалева. СПб.: «Экономическая школа», 1998. 780 с., С. 812.
25. *Бригхем Юджин Ф.* Энциклопедия финансового менеджмента / пер с англ. // ред. кол.: А.М. Емельянов, В.В. Воронов, В.И. Кушлин и др. 5-е изд. М.: РАГС, 1998. С. 823.
26. *Бригхэм Ю., Эрхардт М.* Финансовый менеджмент. 10-е издание / Пер. с англ. Под ред.к.э.н. Е.А. Дорофеева. – СПб.:Питер, 2007. – 960 с.: ил. – (Серия «Академия финансов»)
27. *Валдайцев В.С.* Оценка бизнеса и инновации: учеб. пособие. М.: Филинь, 1997. С. 720.
28. *Ван Хорн Дж. К.* Основы управления финансами / пер с англ. // гл. ред. серии Я.В. Соколов. М.: «Финансы и статистика», 1999. С. 800.
29. *Вигери П., Смит С., Багаи М.* Рост бизнеса под увеличительным стеклом / пер. с англ. ЗАО «ЭЛС». М.: Манн, Иванов и Фербер, 2009. С. 272.
30. *Виханский О.С.* Стратегическое управление. М.: Изд-во Московского университета, 1995. С. 132.
31. Внедрение сбалансированной системы показателей. Balanced Scorecard Umsetzen. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. С. 480.
32. Внешнеэкономическая деятельность предприятия. Основы: учебник для вузов / под ред. Л. Е. Стровского. М.: Закон и право, ЮНИТИ, 1996. С. 408.
33. *Ворст И., Ревентлоу П.* Экономика фирмы: учебник / пер. с датского А.Н. Чеканского, О.В. Рождественского. М.: Высшая школа, 1998. С. 458.
34. *Галицкая С.В.* Финансовый менеджмент. Финансовый анализ. Финансы предприятий. Учебное пособие. М.: Эксмо, 2009
35. *Гарднер Д., Оуэн Р., Конвей Р.* Привлечение капитала. М.: «Джон Уайли энд Санз», 1995. С. 631.
36. *Глухов В.В., Бахрамов Ю.М.* Финансовый менеджмент: учеб. пособие. СПб.: Специальная литература, 1995. С. 428.
37. *Горбунов А.Р.* Дочерние компании, филиалы, холдинги. Организационные структуры. Консолидированный баланс. М.: «АНКИЛ», 1997. С. 150.
38. *Гохан Патрик А.* Слияния, поглощения и реструктуризация компаний / пер с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. С. 741.
39. *Градов А.П.* Экономическая стратегия фирмы. СПб.: Специальная литература, 1995. С. 248.
40. *Григорьев В.В., Федотова М.А.* Оценка предприятия: теория и практика: учеб. пособие. М.: Инфра-М, 1996. С. 532.
41. *Грязнова А.Г.* Оценка бизнеса, М.: Издательство Юрайт, 2007
42. *Дементьев В.А.* Интеграция предприятий и экономическое развитие. М.: ЦЭМИ РАН, 1998. С. 249.
43. *Добровольский Е., Карabanов Б., Боровков П.* и др. Бюджетирование. Шаг за шагом. СПб.: Питер, 2006. С. 448.
44. *Долан Э. Дж., Линдсей Д.* Рынок: микроэкономическая модель / пер. с англ // общ. ред. Б. Лисовика и Б. Лукашевича. СПб.: Печатный двор, 1998. С. 673.
45. *Ефимова О.В.* Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений: учебник / О.В. Ефимова. – 3-е изд., испр. и доп. – М.:Издательство «Омега-Л», 2011. – 351 с.
46. *Ефремов В.С.* Стратегия бизнеса. Концепции и методы планирования: учеб. пособие. М.: Изд-во «Финпресс», 1998. С. 488.
47. *Забелин П.В.* Основы корпоративного управления концернами. М.: Изд-во «ПРИОР», 1998. С. 176.
48. *Загородников С.В.* Финансовый менеджмент. Краткий курс. – 3-е изд., стер. – М.: Издательство «Окей-книга», 2010. – 174 с.
49. *Ивашковская И. В.* Управление стоимостью компании: Вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. – 2004. - № 4. – С. 113 – 132.
50. *Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р.* Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации.// Российский журнал менеджмента. - 2004. - №2 (4). - с. 19–34.
51. *Ионова А.Ф., Селезнева Н.Н.* Финансовый менеджмент.- М.: Проспект, 2010. – 592 с.
52. *Ириков В.А., Ириков И.В.* Технология финансового планирования и управления. Управление финансовыми потоками. Библиотека технологий управления. М.: МФТИ, 1996. С. 331.
53. *Каплан Р., Нортон Д.* Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action / пер с англ. М.: Олимп-Бизнес, 2006. С. 304.
54. *Карлоф Д.* Деловая стратегия: концепция, содержание, символы. М.: Экономика, 1991. 239.
55. *Карпов А.* 100% практического бюджетирования. Книга 4. Финансовая структура компании. М.: Результат и качество, 2007. С. 352.
56. *Кейлер В.А.* Экономика предприятия: курс лекций. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 193.
57. *Кистерева Е.В.* Финансовые коэффициенты при финансовом оздоровлении и банкротстве // Финансовый менеджмент, 2009. - №4. с. 32-41
58. *Клейнер Г.Б.* и др. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегия, безопасность. РАН. М.: Экономика, 1997. С. 153.
59. *Ковалев А.П.* Оценка стоимости активной части основных фондов. М.: Финстатинформ, 1997. С. 341.
60. *Ковалев А.П.* Сколько стоит имущество предприятия? М.: Финстатинформ, 1996. С. 282.

61. *Ковалев В.В.* Основы теории финансового менеджмента: учеб.-практ. пособие. М.: Проспект, 2009. С. 544.
62. *Ковалев В.В.* Финансовый анализ: управление капиталом. Выбор инвестиций. 2-е изд. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 479.
63. *Ковалев Д.И.* «Парк EVA-вского периода» // "Комп&ньюн" (№8, 2007)
64. *Козырев А.Н.* Оценка интеллектуальной собственности. М.: Экспертное бюро, 1997. С. 186.
65. *Кокорев В.А.* Институциональные преобразования в современной России: анализ динамики транзакционных издержек // Вопросы экономики. 1996. №12.
66. *Коласс Б.* Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции и методы / пер. с франц. под ред. проф. Я.В. Соколова. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. С. 576.
67. *Коллер Т.* Концепция холдинга: организационные структуры и управление. Обнинск: ГЦПИК, 1996. С. 473.
68. *Корсаков Д.Б.* Как увеличить прибыль. СПб.: Изд-во «Образование-культура», 1999. С. 32.
69. *Коупленд Т., Долгофф А.* Expectation-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / пер. Э.В. Кондуковой. М.: Эксмо, 2009. С. 384.
70. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. -3-е изд., перераб. и доп./Пер. с англ. - М. 2008. - 576 с. ил.
71. *Кох Р.* Менеджмент и финансы от А до Я. СПб.: Изд-во «Питер», 1999. С. 496.
72. *Круглов М.И.* Стратегическое управление компанией. М.: Русская Деловая Литература, 1998. С. 355.
73. *Крутик А.Б., Никольская Е.Г.* Инвестиции и экономический рост предпринимательства. Серия «Учебник для вузов, специальная литература». СПб.: Изд-во «Лань», 2000. С. 544.
74. Курс экономики: учебник / под ред. Б.А. Райзберга. М.: ИНФРА-М, 1998. С. 471.
75. *Лансков А.В., Окретилова И.Г.* Антимонопольная политика и регулирование естественных монополий: экономическое поведение предприятий: учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПГУЭиФ, 1997. С. 231.
76. *Лисицына Е.В., Токаренко Г.С.* Образовательный курс финансового управляющего. Лекция 4. Управление финансовыми результатами компании // Финансовый менеджмент, 2005. - № 6. с. 125-140.
77. *Мазур И.И., Шапиро В.Д.* и др. Реструктуризация предприятий и компаний. М., Высшая школа, 2000. С. 677.
78. *Макконнел К.Р., Брю С.Л.* Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2 т. / пер. с англ. М.: Республика, 1996. С. 785.
79. *Маховикова Г.А.* Финансовый менеджмент: краткий курс лекций. – М.: Юрайт, 2011. – 260 с.
80. *Менкью Г.Н.* Принципы экономикс. СПб.: Питер, 1999. С. 780.
81. *Мессер Д.* Управление в самой преуспевающей корпорации мира. М.: Прогресс, 1991. С. 722.
82. *Мовсеян А.Г.* Интеграция банковского и промышленного капитала: современные мировые тенденции и проблемы развития в России. М.: Финансы и статистика, 1997. С. 255.
83. *Морозко Н.И.* Финансовый менеджмент. (Учебное пособие) - М.: ВГНА Минфина России, 2009. — 197 с.
84. *Немировский И. Б., Старожукова И. А.* Бюджетирование. От стратегии до бюджета – пошаговое руководство. М.: Изд-во: Вильямс, 2006. С. 512.
85. *Нивен Пол Р.* Диагностика сбалансированной системы показателей: поддерживая максимальную эффективность / пер. с англ. Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2006. С. 256.
86. *Окумура Х.* Корпоративный капитализм в Японии. М.: Мысль, 1986. С. 362.
87. Оценка бизнеса: учебник / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 512.
88. *Палкина Е.С.* EVA в системе управления компанией // Информационные технологии и системы: управление, экономика, транспорт, право / Под ред. д.т.н., проф. Е.П. Истомина и др. — Вып. 1 (6). — СПб.: Андреевский издательский дом, 2008
89. *Переверзева Л.В.* Оценка финансового состояния предприятия по критериям банкротства (несостоятельности): учеб. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997. С. 346.
90. *Петров А.Н.* и др. Основы стратегического планирования: учеб.-метод. пособие. СПб.: Изд-во СПбГУЭиФ, 1998. С. 278.
91. *Петров А.Н. и др.* Стратегическое планирование и управление: учеб. пособие, 2-е изд., доп. СПб.: Изд-во СПбГУЭиФ, 1998. С. 231.
92. Популярный экономико-статистический словарь-справочник / под ред. И.И. Елисейевой. М.: Финансы и статистика, 1993. С. 192.
93. *Прайснер А.* Сбалансированная система показателей в маркетинге и сбыте. Balanced Scorecard in Vertrieb und Marketing. М.: Издательский дом Гребенникова, 2009. С. 308.
94. *Пятова М.Л.* Бухгалтерская прибыль как стимул к экономическому рефлексу, номер 5 (май) "БУХ.1С" за 2010 год, стр. 23
95. *Рамперсад Хьюмберг.* Индивидуальная сбалансированная система показателей. Personal Balanced Scorecard. The Way to Individual Happiness, Personal Integrity and Organizational Effectiveness. – М.: Изд-во: Олимп-Бизнес, 2005. С. 166
96. *Родионова В.М., Федотова М.А.* Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции. М.: Перспектива, 1996. С. 92.
97. *Родителева Н.В.* Некоторые вопросы составления сводной бухгалтерской отчетности / в кн.: Реформа Бухгалтерского учета. Российские и международные стандарты. Практика применения // Соколов Я.В. и др. М.: Книжный мир, 1997. С. 47–60.
98. *Романов В. С., Кукина Е. Б.* Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компании на российском рынке капитала // Корпоративные

- финансы. – 2008 – №4.
99. *Рош Дж.* Стоимость компании: от желаемого к действительному / пер. с английского Е.И. Нбальская; науч. ред. Лебедев. Минск: Гревцов Паблшер, 2008. С. 352.
100. *Рузавин Г.И., Мартынов В.Т.* Курс рыночной экономики. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. С. 436.
101. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты: учеб. пособ. / под ред. В.В. Торкановского. СПб.: АО «Комплект», 1994. С. 421.
102. *Савруков Н.Т., Егоров А.И., Егорова Е.А.* Экономическая стратегия фирмы. СПб.: Политехника, 2000. С. 204.
103. *Савчук В.П.* Управление финансами предприятия. – М.: БИНОМ. Лаборатория знаний, 2010. – 480 с.
104. *Самочкин В.Н.* Гибкое развитие предприятия: эффективность и бюджетирование. М.: Дело, 2000. С. 352.
105. *Селезнева Н.Н., Ионова А.Ф.* Финансовый анализ: учеб. пособ. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. С. 479.
106. *Селезнева Н.Н., Скобелева И.П.* Консолидированная бухгалтерская отчетность. СПб.: Приоритет, 1996. С. 68.
107. Семь нот менеджмента. М.: ЗАО «Журнал Эксперт», 1998. С. 424.
108. *Скотт М.* Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов стоимости / пер. с англ. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. С. 432.
109. Стратегическое планирование / под ред. Э.А. Уткина. М.: Ассоциация авторов и издателей «Тандем». Изд-во ЭКМОС, 1998. С. 440.
110. *Стровский Л. Е.* Внешний рынок и предприятие. М.: Финансы и статистика, 1993. С. 160.
111. *Теплова Т.В.* Корпоративные финансы. М.: Издательство Юрайт, 2012 – 525 с.
112. *Теплова Т.В.* Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы: Учебное пособие для вузов / Т.В. Теплова, Т.И. Григорьева. – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2006. – 605 с.
113. *Теплова Т.В.* Современные модификации стоимостной модели управления компанией // Вестник Московского Ун-та Сер 6 Экономика – 2004 №1
114. *Теплова Т.В.* Эффективный финансовый директор. 2-ое издание, перераб. и доп./ - М.: Издательство Юрайт, 2011 – 507 с.
115. *Терехин В.И., Моисеев С.В., Терехин Д.В.* и др. Финансовое управление фирмой / под ред. В.И. Терехина. М.: ОАО Изд-во «Экономика», 1998. С. 350.
116. Толковый словарь рыночной экономики / под общ. ред. Ф.А. Крутикова. 2-е изд. М.: РИФ, 1998. С. 614.
117. *Томпсон А., Формби Дж.* Экономика фирмы / пер. с англ. М.: ЗАО «Изд-во БИНОМ», 1998. С. 544.
118. *Тренев В.Н., Ириков В.А., Ильдеменов С.В.* и др. Реформирование и реструктуризация предприятия. Методика и опыт. М.: Изд-во «ПРИОР», 1998. 581.
119. *Уолл К.* Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2001. С. 360.
120. Управление организацией: учебник / под ред. А.Г. Поршнева, З.П. Румянцевой, Н.А. Соломатина. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 669.
121. Управление финансами: учеб. пособ. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 496.
122. Финансовый менеджмент. М.: «Carana Corporation – USAID – RPC», 1998. С. 290.
123. Финансы: учеб. пособ. / под ред. А.М. Ковалевой. М.: Финансы и статистика, 1999. С. 389.
124. *Фридман А.М.* Финансы организации (предприятия). – М.: Дашков и Ко, 2011. – 488 с.
125. *Холт Р.* Основы финансового менеджмента. М.: «Дело», 1993. 128с.
126. *Хорнби У., Гэмми Б., Уолл С.* Экономика для менеджеров / пер с англ. под ред. А.М. Никитина. М.: ЮНИТИ, 1999. С. 535 с.
127. *Хоскинг А.* Курс предпринимательства: практич. пособ. / пер. с англ. М.: Международные отношения, 1997. С. 428 с.
128. Ценные бумаги: учебник / под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 416.
129. *Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С.* Финансы предприятий. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 343.
130. *Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В.* Методика финансового анализа. М.: ИНФРА-М, 2000. С. 471.
131. *Шиткина И.С.* Холдинги: правовое регулирование экономической зависимости. Управление в группах компаний. М.: Вольтерс Клуверс, 2008. С. 560.
132. *Шумпетер Й.* Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1992. С. 211.
133. *Эванс Ф.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях / пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 332.
134. Экономика предприятия: учебник / под ред. проф. Н.А. Сафронова. М.: «Юристъ». 1998. С. 584.
135. Экономика предприятия: учебник / под ред. проф. О.И. Волкова. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 416.
136. Экономическая стратегия фирмы: учеб. пособ. / под ред. А.П. Градова. 3-е изд. СПб.: Спецлит, 2000. С. 589.
137. *Эшуров Г., Джеймс П.* Менеджмент, основанный на ценности (Value based management): Как обеспечить ценность для акционеров/Пер. с англ. М.: ИНФРА_М, 2006.
138. *Brigham Eugene F.* Fundamentals of Financial Management. 6th ed. N.Y.: The Driden Press, 1992. P. 950.
139. *Higson H.J.* Buisness Finance. L., 1986. P. 485.

140. Сайт Московской биржи (rts.micex.ru)
141. Электронный научный журнал «Управление экономическими системами» (uecs.ru)
142. Электронный журнал «Банкирша.com» (bankirsha.com)
143. Электронный журнал «Эксперт» (expert.ru)
144. Электронная энциклопедия Википедия (wikipedia.org)
145. Энциклопедия Экономиста (grandars.ru)

В. А. Макарова

МОДЕЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР

Научная монография

ISBN 978-5-9904592-1-2



Подписано в печать 05.10.2013 Формат 60x84/16 Печать цифровая.
Усл печ. л. 10,2. Тираж 520. Заказ 9779b

Отпечатано в типографии Издательства Политехнического университета
195251, г. Санкт-Петербург, ул. Политехническая, д.29
Тел.: (812)550-40-14
Тел./факс: (812) 297-57-76