

Практические проблемы построения промышленно-строительных холдингов

В современный период в условиях усиливающейся конкуренции на первое место выходит управление эффективностью функционирования разнообразных форм объединения предприятий не как простой суммы отдельных промышленных предприятий, а как единой, действующей в тесной взаимосвязи системы.

Управлять крупнейшими из образовавшихся за последние годы группами сложно сразу по пяти причинам

- во-первых, из-за масштаба;
- во-вторых, ввиду разнородности объектов управления;
- в-третьих, в силу не связанности этих объектов между собой;
- в-четвертых, отсутствует централизованный механизм финансирования такой группы, а значительная часть этих объектов сохраняет менталитет получения дешевых государственных денег;
- в-пятых, внутри группы не существует единых стандартов управления, которым нужно еще научить управляющих.

Эффективное управление организацией со стороны собственника возможно при наличии у последнего контрольной доли капитала. Чем больше объем средств, необходимых для приобретения контрольного пакета, тем больше риск инвестора.

Организации типа "холдинг" относятся к наиболее сложным, но часто используемым структурам управления. В связи с этим актуальной задачей в настоящее время является разработка методов оценки эффективности структуры собственности и управления организацией такого типа. Практическое решение этой задачи позволяет минимизировать вклад инвестора и в то же время обеспечить наличие контрольной доли собственности, необходимой для управления организацией и ее активами.

Для того чтобы управлять эффективностью, по нашему мнению, необходимо четко определить, что такое эффективность именно холдинга, а также уметь измерять значение эффективности функционирования. Для измерения эффективности функционирования холдинга необходимо определить эффективности входящих в него предприятий.

Экономическая эффективность характеризуется относительной величиной, представляющей соотношение экономического эффекта и авансированных затрат или экономического эффекта и текущих затрат. Авансированные затраты показывают, чем располагала та или иная производственная единица в каждом данном периоде. Текущие затраты выражаются в виде накопленных итогов (затраты рабочего времени, затраты материалов и т. д.).

Общий экономический эффект может представлять результат производственной или всей хозяйственной деятельности. Общий экономический эффект характеризуется абсолютной величиной, причем как продукция – величиной положительной, а как прибыль – может быть и отрицательной (убытки).

Для оценки эффективности всей хозяйственной деятельности предприятия применяется ресурсный показатель – общая рентабельность предприятия. В качестве полученного результата примем сумму чистой прибыли (П) предприятия за исследуемый период, а за затраты – все вложения предприятия за исследуемый период, то есть его активы (ВА). Таким образом, эффективность деятельности предприятия можно измерить по следующей формуле:

$$\mathfrak{E} = \frac{\Pi}{\text{ВА}} \quad (1)$$

Для предприятий, входящих в холдинг, необходимо измерить интегральную эффективность, так как это основной интегральный показатель, позволяющий оценить – соответствуют или нет запланированным значениям объемы производства конечного продукта при использовании всех ресурсов.

Интегральная эффективность функционирования холдинга показывает, какой интегральный экономический эффект получен технологической цепочкой от использования всех активов холдинга. Для определения эффективности деятельности холдинга представим формулу (1) в виде:

$$\text{ЭЦ} = \frac{\sum \Pi_i}{\sum \text{ВА}_i} \quad (2)$$

Π_i – чистая прибыль i -го предприятия;

ВА_i – всего активов i -го предприятия;

n – число предприятий в холдинге.

Таким образом, интегральная эффективность деятельности холдинга равна частному от деления совокупной чистой прибыли на совокупные активы.

Сравнивая полученное расчетное значение с плановым, можно сделать вывод о том, насколько предприятия, входящие в холдинг, отклонились от плановых показателей в ту или иную сторону.

В известной методике оценки инвестиций существует коэффициент, рассчитываемый делением активов на количество обыкновенных акций. Этот показатель является финансовой и бухгалтерской характеристикой и рассчитывается по формуле:

$$K_{aa} = \frac{\sum_{i=1}^n A_i}{KA} \quad (3)$$

где

K_{aa} – величина удельных активов, приходящихся на одну обыкновенную акцию;

A_i – величина активов компании;

n – количество активов, входящих в структуру компании;

KA – количество обыкновенных акций.

Однако для инвестора важно оценить, какой капитал необходим для контроля над активами компании, в которую вкладываются средства. При этом, чем больше соотношение активов и стоимости акций, тем безопаснее инвестиции. Предлагается использовать показатель удельных контролируемых активов, который рассчитывается как отношение величины активов, принадлежащих компании, и стоимости контрольного пакета:

$$K_{ka} = \frac{\sum_{i=1}^n A_i}{\text{ЦКП}} \quad (4)$$

где

K_{ka} – величина удельных активов (приходящихся на одну денежную единицу, вложенную в контрольный пакет компании);

A_i – величина активов компании;

ЦКП – стоимость контрольного пакета;

n – количество активов, входящих в структуру компании.

Если в формуле (4) в числитель вместо суммы активов подставить значение акционерного капитала, то полученный показатель будет характеризовать относительную величину контрольного пакета. Этот показатель показывает, во сколько раз стоимость контрольного пакета меньше стоимости акционерного капитала:

$$K_{\text{кп}} = \frac{AK}{\text{ЦКП}} \quad (5)$$

где

$K_{\text{кп}}$ – относительная величина контрольного пакета;

AK – стоимость акционерного капитала компании;

ЦКП – стоимость контрольного пакета компании.

Цена контрольного пакета определяется по формуле:

$$\text{ЦКП} = \text{ЦА} * K_{\text{Акп}} \quad (6)$$

где

ЦКП – цена контрольного пакета;

ЦА – цена акции компании;

$K_{\text{Акп}}$ – количество акций в контрольном пакете компании.

Предлагаемый показатель относительной величины контрольного пакета можно рассчитывать, как на номинальной основе, так и на основе реальной рыночной стоимости акций. Если показатель рассчитывается на номинальной основе, то величина акционерного капитала равняется среднегодовому значению счета капитала согласно бухгалтерскому балансу, а цена акции равняется номинальному значению. Чтобы рассчитать данный показатель на реальной рыночной основе, необходимо знать цену акции на фондовой бирже или определить ее с помощью аналитических методов (для компаний, чьи акции не котируются на фондовой бирже). В этом случае величина акционерного капитала определяется по формуле:

$$AK = \text{ЦА} * KA \quad (7)$$

где

AK – стоимость акционерного капитала компании;

ЦА – цена акции компании;

KA – количество обыкновенных акций компании.

Если правую часть формул (6) и (7) подставить в формулу (5), то она примет следующий вид:

$$K_{\text{кп}} = \frac{KA}{K_{\text{Акп}}} \quad (8)$$

где

KA – количество обыкновенных акций компании;

$K_{\text{Акп}}$ – количество обыкновенных акций в контрольном пакете.

Таким образом, индекс $K_{\text{кп}}$ можно рассчитывать также в натуральном выражении: общее количество обыкновенных акций, деленное на количество акций, составляющих контрольный пакет.

Более привычный показатель, характеризующий контрольный пакет акций, рассчитывается как доля контрольного пакета в акционерном капитале по формуле (9):

$$I_{\text{кп}} = \frac{\text{ЦКП}}{AK} \quad (9)$$

где

$I_{\text{кп}}$ – относительная величина контрольного пакета;

ЦКП – стоимость контрольного пакета акций компании;

AK – цена акционерного капитала компании.

$I_{кп}$ рассчитывается как на номинальной основе, так и на основе реальной рыночной оценки стоимости акций. Таким образом, индексы $I_{кп}$ и $K_{кп}$ связаны зависимостью, представленной формулой (8):

$$I_{кп} = \frac{1}{K_{кп}} (10)$$

В случае, когда контролируемая компания в свою очередь является владельцем контрольной доли собственности другой компании, то величина контролируемых активов возрастает.

Пакет в размере 51% акций является контрольным в любой ситуации при решении большинства вопросов (за исключением тех, для решения которых необходимо квалифицированное большинство голосов). Однако при соответствующей структуре собственности для контроля над организацией может быть достаточно и меньшей доли уставного капитала. Необходимо рассчитать минимальный пакет акций, достаточный для контроля. С точки зрения собственника, стремящегося к контролю над предприятием, эффект выражается в сокращении средств, необходимых для осуществления контроля. То есть чем меньше, контрольный пакет, тем меньше средств необходимо для приобретения контрольных функций и осуществления контроля. Следовательно, при снижении величины контрольного пакета повышается эффективность использования капитала, структуры собственности и организационной структуры управления в целом. Эффект можно рассчитать, как экономию средств в процессе приобретения контроля над организацией по формуле:

$$\Xi = ЦКП * ЦКП_{опт} (11)$$

где

ЦКП – цена стандартного (51%) контрольного пакета акций;

ЦКП_{опт} – цена оптимального контрольного пакета.

Предложенный метод применим как для одной балансовой единицы, так и для компании, включающей несколько балансовых единиц. Когда в организацию входит несколько балансовых единиц (как, например, в холдинг), связанных с помощью структуры собственности, то в качестве показателя, характеризующего структуру управления, предлагается использовать следующий: число уровней собственности в структуре компании. Под уровнем понимается принадлежность собственности некоторой организации одному лицу – юридическому или физическому. Эта организация в свою очередь может владеть долей капитала и контролировать другую организацию. Чем больше уровней собственности, тем сложнее организация управления и структура собственности. Однако, с точки зрения собственника, чем больше уровней в структуре собственности, тем большую собственность он может контролировать с помощью меньших ресурсов, если эта собственность соответствующим образом организована.

Так, например, если физическое или юридическое лицо – субъект контроля – владеет контрольным пакетом одной организации, которой принадлежит контрольный пакет другой организации, то оказывается, что субъект контроля может контролировать вторую организацию, не являясь непосредственно владельцем ее акций. Однако, можно вести речь об условном владении со стороны субъекта контроля акциями второй компании. Поскольку он является владельцем части капитала первой компании, то ему условно принадлежит часть активов этой компании (в том числе и акции второй компании), пропорциональная его доле в капитале. Следовательно, если субъект контроля владеет 51% акций первой компании (т. е. его доля в акционерном капитале первой компании – $I_{кп}$, формула (9) – равна 0,51), которая владеет 51% акций второй компании (доля первой компании в акционерном капитале второй компании $I_{кп}$ также равна 0,51), то можно сказать, что ему условно принадлежит 26,01% ($0,51 * 0,51 * 100\%$) акций второй компании. Следовательно, чем больше уровней в структуре собственности или

звеньев (организаций) между субъектом контроля и подконтрольной организацией, тем меньшим капиталом последней необходимо условно владеть для контроля над ней.

$I_{кп}$, формула (9)) при неизменной стоимости контролируемого капитала позволяет высвободить денежные средства, а, значит, снизить стоимость контроля. Увеличение стоимости контролируемого капитала (увеличение собственного капитала контролируемыми компаниями благодаря капитализации прибыли, приобретение контроля над новыми компаниями через подконтрольные структуры) без дополнительных вложений со стороны субъекта контроля также ведет к снижению для него стоимости контроля. Таким образом, стоимость контроля можно выразить формулой:

$$СК = \frac{ЦКП_{ск}}{\sum_{i=1}^n ЦСК_i} \quad (12)$$

где

$ЦКП_{ск}$ – цена контрольного пакета, принадлежащего субъекту контроля;

$ЦСК_i$ – цена собственного капитала (или рыночная цена акционерного капитала) i -той подконтрольной организации, входящей в холдинг.

Частный эффект (для субъекта контроля по отношению к одной из подконтрольных организаций) от использования структуры управления с несколькими уровнями собственности можно рассчитать, как разницу между стоимостью контрольного пакета (в размере 51% акций) подконтрольной организации, входящей в структуру холдинга, и стоимостью акций (капитала) этой организации, условно принадлежащих субъекту контроля

где

$ЦКП_i$ – стоимость контрольного пакета i -й подконтрольной организации;

i – порядковый номер организации, $i \in [1; n]$;

n – количество организаций в структуре;

$I_{кпj}$ – доля контрольного пакета промежуточной организации j -го уровня собственности, $j \in [1; m-1]$;

m – число уровней собственности между субъектом контроля и данной подконтрольной организацией.

$ЦКП$ рассчитывается по формуле:

$$ЦКП = ЦСК * I_{кп} \quad (13)$$

где

$ЦСК$ – цена собственного капитала компании, рассчитываемая на основе бухгалтерского баланса или рыночной стоимости акций.

Чем больше уровней собственности в структуре управления, тем больше совокупный эффект для субъекта контроля.

Величина $\prod_{j=1}^m I_{кпj}$ – произведение долей контрольных пакетов промежуточных организаций между субъектом контроля и подконтрольной организацией. Эта величина характеризует долю акций (капитала) подконтрольной организации, условной принадлежащих субъекту контроля. Величина, обратная произведению долей контрольных пакетов промежуточных организаций (между субъектом контроля и подконтрольной организацией), которые также являются подконтрольными субъекту контроля, называется коэффициентом структурного рычага. Таким образом, коэффициент структурного рычага для конкретной компании, входящей в холдинг, показывает, во сколько раз капитал данной компании, условно принадлежащий субъекту контроля, меньше стоимости контрольного пакета этой организации.

Коэффициент структурного рычага для конкретной организации рассчитывается по формуле:

$$K_{\text{ср}} = \frac{1}{\prod_{j=1}^m I_{\text{кп}j}} \quad (14)$$

где

$I_{\text{кп}j}$ – доля контрольного пакета j -й контролирующей организации, j (1; $i - 1$);

m – число уровней собственности ($m = i - 1$, где i – номер уровня подконтрольной организации).

Формула (14) включает в себя эффект, описанный в формулах (13), (12), поскольку, чем меньше (больше) $I_{\text{кп}j}$, тем больше разность в скобках, а, значит, общий эффект. Следовательно, коэффициент структурного рычага показывает, во сколько раз увеличивается (уменьшается) показатель удельного контролируемого капитала в результате изменения структуры собственности (изменение количества промежуточных подконтрольных организаций, изменение $I_{\text{кп}j}$).

Показатель удельного контролируемого капитала рассчитывается по формуле:

где

$K_{\text{удк}i}$ – коэффициент удельного контролируемого капитала.

Таким образом, коэффициент удельного контролируемого капитала для организации, входящей в холдинг, равняется отношению цены собственного капитала этой организации к цене пакета акций (контрольного пакета), принадлежащего холдингу, умноженному на произведение долей акций, принадлежащих холдингу в промежуточных подконтрольных организациях. Следовательно, в знаменателе формулы, находится величина капитала (акций), условно принадлежащих субъекту контроля.

Ссылки

1. Ансофф И. Новая корпоративная стратегия. - СПб: Издательство "Питер", 1999 г. - 416 с.
2. Орехов С. А. Статистические аспекты исследования диверсификации корпораций. - М.: ИНИОН РАН, 2001 г.
3. Бандурин А. В., Гуржиев В. А., Нургалиев Р. З. Финансовая стратегия корпораций. - М.: Алмаз, 1998 - 140 с.
4. Бандурин А. В., Гуржиев В. А., Нургалиев Р. З. Финансовая стратегия корпораций. - М.: Алмаз, 1998 - 140 с.
5. Акопов В. С., Борисов Д. А. Некоторые вопросы управления организациями типа "холдинг". // Маркетинг в России и за рубежом, 2001 г.
6. Акопов В. С., Борисов Д. А. Некоторые вопросы управления организациями типа "холдинг". // Маркетинг в России и за рубежом, 2001 г.
7. Бандурин А. В. Деятельность корпораций. - М., 1999 г.
8. Акопов В. С., Борисов Д. А. Некоторые вопросы управления организациями типа "холдинг". // Маркетинг в России и за рубежом, 2001 г.
9. Балабанов И. Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? - М.: Финансы и статистика, 1995. - 384 с.: ил.

Ссылка:

<http://www.cfin.ru/bandurin/article/sbrn08/12.shtml>