

© 2011 г.

Алина Кохно

кандидат экономических наук

ведущий научный сотрудник Института нечётких систем

(e-mail: pavelkohno@mail.ru)

ФИНАНСОВО-ПРОМЫШЛЕННЫЙ КАПИТАЛ ИНТЕГРИРОВАННЫХ СТРУКТУР

В статье исследуются методы анализа и оценки эффективности интегрированных структур, позволяющие выявить влияние фактора «взаимопроникновения», налаживания реальной групповой работы как сути и условия получения синергетического эффекта. Рассматриваются также методы оценки капитала интегрированных структур, так как капитал, оцененный по рыночной стоимости, становится условием эффективного (прибыльного) производительного использования, позволяет создать интегрированную систему капитала с сильным производственным началом.

Ключевые слова: капитал, эффективность, оценка, структура.

Оценка эффективности интегрированных структур. Естественная направленность экономического анализа и оценки деятельности интегрированных структур (корпораций, финансово-промышленных групп, холдингов) заключается в агрегировании объективных статистических показателей деятельности предприятий – их участников. Например, с их помощью можно рассчитать такой важный показатель, как доля банков – участников структуры (группы) в сумме заемных средств, полученных предприятиями-участниками или получить общее представление о динамике основных показателей групп для сопоставления с общероссийскими данными. Но для более глубокого анализа и оценки эффективности необходимо применение более сложных методов.

Практика создания российских интегрированных структур, в первую очередь финансово-промышленных групп, обусловила изначальную потребность в проведении аналитико-экспертной работы с показателями эффективности, содержащимися в организационных проектах групп¹. Большинство отечественных публикаций относительно становления финансово-промышленных корпораций основано на материалах организационных проектов и уставных документов групп. Особенности государственной регистрации групп и сравнительная доступность отмеченных

¹ См.: Кохно А.П. Корпоративная интеграция: анализ, методы, модели. – М.: Граница, 2007. – 160 с.

материалов предопределяют популярность подхода к анализу эффективности интегрированных структур, основанного на изучении различных аспектов потенциальной деятельности групп. Однако на практике данные о корпоративных программах деятельности и конкурентных преимуществах на стадии создания группы все-таки недостаточно информативны и достоверны. Поэтому необходимы разработка и применение иных способов оценки эффективности интегрированных структур. На сегодняшний день в России разработаны следующие методы анализа и оценки эффективности интегрированных структур.

1. Первый подход основывается на тезисе о том, что интеграция предприятий есть способ преодоления так называемых «запирающих» эффектов или недостатков в деятельности отдельных предприятий, которые могут быть устранены при совместной скоординированной работе. К указанным недостаткам относятся: а) дефицит оборотных средств в одном из звеньев технологической цепочки; б) слабость координации действий при производственной кооперации; в) низкая экономическая активность вследствие гипертрофированных коммерческих рисков (к которым легче приспосабливаться совместно); г) сложности выхода на государственные регулирующие структуры и др.¹

2. Подход, связанный с признанием императива роста ресурсного (финансового, инвестиционного) потенциала участников объединения как следствия интеграции. Цель привлечения инвестиций — главная для большинства финансово-промышленных корпораций, она четко обозначена в нормативных актах по созданию, например, ФПГ и является существенной доминантой в деятельности российских корпоративных менеджеров. Для анализа эффективности в этом подходе могут быть использованы разнообразные методы оценки эффективности инвестиций, основанные на дисконтировании будущих денежных потоков.

3. Ориентация анализа на выявление слагаемых социальной эффективности интеграции², растущей при соблюдении условия $\mathcal{E}_{\text{соц}}^{\text{баз}} < \mathcal{E}_{\text{соц}}^{\text{отч}}$, где $\mathcal{E}_{\text{соц}}^{\text{баз}}$ — выражение количественных характеристик социальной ситуации на предприятиях группы до ее создания (в базовом периоде); $\mathcal{E}_{\text{соц}}^{\text{отч}}$ — после ее создания (в отчетном периоде). Важнейшими парамет-

¹ Данный подход изложен в монографии В. Дементьева. Интеграция предприятий и экономическое развитие. — М.: ЦЭМИ РАН, 1998.

² Данный подход к анализу эффективности интеграции изложен в статье Ю. Якутина. Еще раз к анализу эффективности становящихся российских корпораций // Российский экономический журнал, 1998, № 9-10. По моему мнению, этот подход должен использоваться при анализе эффективности межгосударственных экономических программ, для реализации которых предполагается создание межгосударственной финансово-промышленной группы.

рами, учитываемыми при практической реализации данного неравенства должны выступать следующие: а) количество рабочих мест (их прирост вследствие реализации совместных интегрированных программ); б) уровень заработной платы промышленно-производственного персонала (ее прирост как итог наращивания объемов реализуемой продукции и гармонизации трудовых отношений в группе); в) численность обучаемых работников (прирост как результат совместных проектов, программ, включая реструктурирование бесперспективных предприятий и производств корпораций).

4. Акцентирование в анализе качества корпоративного управления, прежде всего, результативности взаимодействия центральной (управляющей) компании с юридическими лицами участниками корпорации. В условиях углубления институциональных преобразований этот концептуальный подход приобретает особую значимость. Совершенствование принципов корпоративного стратегического планирования – насущное требование развития российских вертикально интегрированных структур.

При изучении экономической эффективности деятельности финансово-промышленных групп и других интегральных корпоративных структур неизбежно возникает вопрос о том, насколько изменение их конечных (результативных) показателей обусловлено непосредственно фактором интеграции, глубиной взаимодействия участников. Поэтому при анализе эффективности деятельности любой финансово-промышленной группы очень важно выявить влияние именно фактора «взаимопроникновения», налаживания реальной групповой работы как сути и условия получения синергетического эффекта¹.

Американские ученые предлагают использовать в практике регулирования корпоративной деятельности системы количественных коэффициентов, характеризующих ту или иную степень взаимодействия участников совместной деятельности². В идеале содержание подобных коэффициентов должно приближаться к виду, отражающему реализацию именно тех аспектов интеграционных процессов, которые обуславливают конечные показатели эффективности совместной деятельности.

Построение подобного рода коэффициентов преследует не только сугубо аналитические цели; оно помогает принятию решений в системе государственного регулирования корпораций. Дополнение традиционных обобщающих критериев эффективности интеграции (суммирование финансовых показателей отдельных участников групп) относительными ко-

¹ Кохно А.П. Синергический эффект финансово-промышленных групп. – М.: Перспектива, 2001. – 324 с.

² Шагиев Р.Р. Интегрированные нефтегазовые компании. – М.: Наука, 1996.

эффициентами, характеризующими ее уровень, т.е. глубину и степень «связанности» совместной деятельности, отвечает мировой практике. Одно из достоинств рассматриваемого концептуального подхода – обеспечение возможности сопоставления коэффициентов интеграции во времени. Причем мера «связанности» совместной деятельности может быть оценена как в аспекте взаимопроникновения капиталов участников группы, так и применительно к различным видам основной деятельности.

Помимо этого анализ и оценка эффективности действующих интегрированных структур должны послужить базой для разработки организационных проектов вновь создаваемых финансово-промышленных групп. К сожалению, очень часто на практике в бизнес-планах доказательства необходимости интеграции тех или иных предприятий «подгоняются» под уже оговоренную структуру. Это приводит к созданию так называемых «мертворожденных» финансово-промышленных групп. А для того, чтобы группа успешно функционировала и проявился синергетический эффект помимо квалифицированных менеджеров, производящих постоянный мониторинг эффективности функционирования структуры и корректирующих в соответствии с полученными результатами стратегию компании, в первую очередь необходима оценка целесообразности создания финансово-промышленной группы и ее будущей (предполагаемой) эффективности.

Наиболее распространенными концептуальными подходами (методами) к оценке эффективности корпоративной интеграции, предлагаемыми западными и российскими учеными, являются следующие:

1) Подход, основанный на теории транзакционных издержек. Этот подход концентрирует внимание менеджеров на возможности разных форм экономии путем упорядочения рыночного поведения отдельных фирм на основе заключения долгосрочных контрактов, регулирующих совместную деятельность. В соответствии с теорией транзакционных издержек в качестве наиболее важного интеграционного фактора выступают так называемые специфические активы взаимодействующих предприятий, т.е. конкретные характеристики ресурсного потенциала (основных фондов, кадров, ноу-хау), обеспечивающие эффективность кооперации. К ним может быть, в частности, отнесено следующее: узкая специализация оборудования, на котором произведенная продукция может иметь сбыт только в рамках интегрированной структуры; близость месторасположения смежных производств; наличие взаимодополняющих специализаций рабочей силы и сложившейся кооперации в области НИОКР. Ряд положений рассматриваемой концепции может быть учтен в анализе эффективности российских интегрированных структур. Во-первых, необходимо рассмотрение технологических условий производства хозяйственных

единиц, инициирующих интеграцию, прежде всего в период проработки и заключения контрактных отношений. Во-вторых, целесообразна тщательная проработка системы контрактных взаимоотношений, охватывающих основные аспекты совместной деятельности (включая финансовый, научно-технический, сбытовой и т.д.). В-третьих, наличие общей (консолидированной) собственности выступает существенным гарантом реализуемости контрактных отношений. В-четвертых, из числа показателей экономической эффективности интеграции нельзя исключать максимизацию прибыли и минимизацию издержек.

Применительно к особенностям финансово-промышленной группы как формы интегрированной корпорации индикаторами при учете транзакционных издержек на стадии становления группы могут выступать: а) затраты на проработку организационного проекта ФПГ и на его согласование с экспертами и с ведомствами; б) расходы на формирование управляющей компании (связанные с ее укомплектованием кадрами и оборудованием); в) затраты предприятий-участников группы на развертывание коммуникационной корпоративной системы (в связи с налаживанием дополнительной отчетности и механизма текущего информационного обмена, участием в органах управления группы и т.п.); г) планируемая экономия издержек предприятий-участников на базе централизации выполнения определенных общекорпоративных задач (маркетинга, консалтинга и др.).

Оценка экономии транзакционных издержек в процессе функционирования группы является важной задачей эмпирических исследований. Данная экономия при устойчивом функционировании группы может обеспечиваться, во-первых, на основе эффективной реализации заключенных долговременных контрактов как между промышленными предприятиями, так между ними и учреждениями финансово-кредитной сферы, а также организациями торговли. Во-вторых, посредством эффективной работы центральной (управляющей) компании группы, обеспечивающей централизацию выполнения ряда общекорпоративных функций и даже (в идеале) определенное высвобождение численности управленческого персонала компаний-участников ФПГ. В-третьих, путем внедрения общекорпоративной информационно-аналитической системы, резко ускоряющей информационный обмен между участниками как по вертикали, так и по горизонтали.

Однако транзакционный подход к анализу эффективности экономической интеграции имеет узкие места. При таком подходе, во-первых, исчезает акцент на перспективном взаимодействии партнеров, на возможном изменении технологических и экономических условий производства в результате появления новых целевых установок и реализации совмест-

ных долгосрочных программ. Во-вторых, фактически не принимается во внимание такой важный интеграционный фактор, как возможность совместного управления финансовыми ресурсами, взаимодействие финансовых институтов и предприятий. В-третьих, эффективность совместной деятельности оценивается лишь по критерию «прибыль – издержки».

2) Подход, ориентирующий на возможности обеспечения конкурентных преимуществ. При этом подходе потенциал конкурентоспособности не отождествляется с показателями текущей прибыли, а рассматривается как комплекс факторов упреждающего характера, гарантирующих долгосрочные преимущества фирмы на товарных рынках¹. Среди этих факторов важнейшими считаются: а) качество и цена продажи изделий; б) инновационный потенциал, достаточность производственных и сбытовых мощностей; в) наличие долгосрочной стратегии деятельности, обеспечивающей сохранение или рост объемов продаж.

Важнейший показатель конкурентоспособности – доля продаваемых корпорацией 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. Главный позитив рассматриваемого подхода – увязка эффективности деятельности компании с оптимизацией межкорпоративных и внутрикорпоративных связей с подбором «наиболее ценных» (в плане создания перспективных конкурентных преимуществ) цепочек взаимодействия с поставщиками, сбытовиками и покупателями.

Некоторые элементы описанного концептуального подхода целесообразно использовать в анализе отечественных интегрированных структур². Во-первых, следует в каждом случае выявлять, создание каких конкретно конкурентных преимуществ (на каких рынках, среди каких конкурентов) выступает в качестве целевых задач формирования интегрированной структуры. Во-вторых, в центре внимания аналитиков должна находиться доля продаж соответствующих изделий на товарных рынках (ее важно фиксировать и до, и после создания интегрированной структуры). В-третьих, исследование взаимодействующих технологических цепочек должно быть достаточно полным (по всем участникам) и предметным, т.е. направленным на выявление в каждой цепочке как наиболее, так и наименее ценных компонентов (с точки зрения перспективной стратегии корпорации и обеспечения ее конкурентных преимуществ). В-четвертых,

¹ Кохно П., Кохно А. Конкуренция высокотехнологичной продукции // Общество и экономика, № 10-11, 2010. С. 42-66.

² Кохно П.А., Кохно А.П. Интеллектуальная Россия – М.: Изд-во «Академия Тринитаризма», Эл № 77-6567, публ.16898, 16.10.2011. – 247 с.

рассмотрение эффективности интеграции целесообразно ориентировать на сопоставление характеристик проектируемой корпорации и других компаний, присутствующих на родственных рынках, причем в аспектах: а) качества и цен изделий важнейшей номенклатуры, совместно производимой взаимодействующими производствами корпорации; б) инновационного потенциала (наличия научного задела, собственных НИОКР и ноу-хау); в) технологического уровня производства, достаточности производственных мощностей и сбалансированности их отдельных элементов; г) уровня развития сбытовой сети; д) качества менеджмента, его способности принимать решения, реализующие накопленный потенциал конкурентоспособности¹.

3) Подход, ориентированный на потенциал взаимовыгодных долгосрочных деловых отношений. В последние годы сотни американских фирм, в том числе гиганты типа IBM, стали отходить от традиционной практики постоянной смены поставщиков (в погоне за минимальной ценой) и начали создавать устойчивые кооперационные связи с поставщиками и потребителями как долговременными партнерами. Признаками эффективной интеграции в соответствии с этим подходом можно считать: а) развитие системы взаимных поставок внутри группы, основанной на доверительных принципах и обеспечивающей экономию транзакционных издержек; б) налаживание общей сбытовой сети на основе вертикальных связей, обеспечивающей основную часть объемов продаж группы; в) широкий и интенсивный обмен финансовыми, кадровыми, информационными ресурсами в рамках общей системы деловых отношений; г) привлечение крупных заемных средств с использованием в необходимых случаях солидарного залога предприятий группы; д) устойчивость финансового положения банка группы, проведение им политики долгосрочного инвестирования; е) следование приоритетам высокой жизнеспособности и стабильности в долгосрочном плане, готовность к снижению рисков функционирования за счет определенного снижения уровня рентабельности группирующихся предприятий; ж) гармонизация внутрикорпоративных трудовых отношений на основе разумной дифференциации доходов внутри корпорации.

Вышеперечисленные признаки были предложены японскими учеными², применительно к российским интегрированным корпоративным структурам их следует несколько изменить. Это, во-первых, развитие реальных внутрифирменных связей, включая обмен ресурсами (что должно

¹ Кохно П., Кохно А. Теоретические основы экономики высокотехнологичных предприятий // Общество и экономика, № 12, 2010. С. 85-111.

² Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии. – М.: Мысль, 1986.

эмпирически фиксироваться через объемы взаимных кооперационных поставок). Во-вторых, наличие общей системы внутрикорпоративного планирования и количественно определенных целевых задач для участников корпорации. В-третьих, развитие системы перекрестного владения акциями внутри группы. В-четвертых, упор не на уровень и динамику текущей прибыли участников группы, а на наращивание инвестиционного потенциала (в том числе из заемных источников) и на поддержание в конкурентоспособном состоянии производственного аппарата. В-пятых, оптимизация роли банка в группе (она должна быть в целом подчиненной по отношению к основным товаропроизводителям; доля же долгосрочных промышленных инвестиций в кредитном портфеле банка должна иметь тенденцию к росту).

4) Подход, исходящий из теории финансового менеджмента. В соответствии с ним необходимо выявить основные мотивы объединения и совместной деятельности, которые могут быть следующими¹: синергетический эффект; операционная экономия на основе устранения дублирования управленческих функций, их централизации и сокращения затрат на сбыт продукции; экономия в связи с ростом масштабов производства; экономия на налоговых платежах; покупка активов по рыночной цене, значительно меньшей, чем их восстановительная стоимость; приобретение возможности использования временно свободных денежных фондов при дефиците привлекательных инвестиционных возможностей; диверсификация, которая сама по себе не ведет к росту стоимости компании, но обеспечивает снижение корпоративных рисков; выигрыш от привлечения заемных средств, способный существенно увеличить стоимость компании (укрупненной компании легче привлекать кредитные ресурсы под более низкие ставки процента вследствие снижения финансовых рисков); переход выгоды, заключающийся в том, что: а) компания-кредитор при слиянии с компанией-должником извлекает выгоду в связи с приобретением активов должника и более жестким регулированием финансовых потоков с целью обеспечения оплаты долгов; б) слияние с целью снижения инвестиций в бывшую самостоятельную компанию-кредитора и ориентация на дополнительное стимулирование акционеров обеспечивают «переход выгоды» от владельцев долговых обязательств к акционерам; получение дополнительного дохода на базе информационного эффекта слияния.

Однако в литературе по финансовому менеджменту возможные эффекты интеграции рассматриваются, как правило, в упрощенном виде, применительно лишь к варианту объединения двух компаний. Между тем

¹ Бригхэм Ю.Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. — М.: Экономика, 1998; Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. — М.: Финансы и статистика, 1996.

крупные интегрированные структуры, каковыми являются финансово-промышленные группы, часто образуются множеством участников, причем при этом могут иметь место сочетание эффектов, их наложение, взаимное усиление или ослабление. В любом случае факт множественности участников при создании интегрированной корпорации подлежит тщательному анализу. Основываясь на современных западных источниках по финансовому менеджменту, можно сделать следующие выводы, применимые к отечественной специфике:

- использование вышеприведенных критериев в анализе российских интегрированных структур целесообразно с обязательным добавлением показателей, характеризующих потенциал финансового оздоровления интегрируемых фирм и снижение бизнес-рисков;
- в зависимости от глубины интеграции и цены сделки (величины взноса в консолидированный капитал) горизонт прогнозирования финансовых показателей должен дифференцироваться. Например, применительно к полноценному слиянию (поглощению) базовый и прогнозируемый периоды не могут быть менее чем пятилетними; для случая стратегического альянса речь должна идти о годовых периодах и т.п.;
- поскольку степень риска при прогнозировании финансовых потоков после слияния в российских условиях чрезвычайно высока, упор в анализе и оценках надо делать на учет реализации конкретных составляющих потенциальной синергии, причем по совокупности специфических активов участников корпорации.

5) Подход, связанный со спецификой взаимодействия акционеров. Центральная проблема данного концептуального подхода: как уложить действия управляющих корпораций в русло интересов акционеров? В условиях слабой развитости российского фондового рынка¹ и высокой мотивации отечественных управляющих к захвату акций предприятий (в том числе путем перераспределения акционерной собственности в свою пользу) рассматриваемый аспект анализа эффективности корпораций особо значим. Также он важен применительно к регулированию в рамках единой финансово-промышленной корпорации взаимоотношений между центральной (управляющей) компанией и остальными юридическими лицами-участниками ФПГ.

6) Подход, связанный с феноменом «главных банков». В практике отечественной интеграции банки подчас стремятся к тому, чтобы стать

¹ П. Кохно, Н. Козлов. Модели управления риском индексного портфеля и их применение для расчёта российских фондовых индексов // Общество и экономика, 2008, № 8. С. 72-102.

финансово-расчетным центром корпорации, т.е. к контролю основных финансовых потоков группы. Эмпирические исследования «феномена главных банков» должны учитывать возможные негативные для промышленного сектора последствия экспансии финансовых организаций. Негативные моменты могут быть связаны с дисбалансом имущественных интересов в группе с преимущественной ориентацией банковской деятельности на собственную выгоду. Поэтому при анализе необходимо четко прояснять следующие вопросы: каковы цели вхождения банка в группу и насколько они сочетаются с ожиданиями других ее участников; как права, обязанности и ответственность банка отражены в уставных документах ФПГ; обеспечивается ли сбалансированность доходов банка от оказания финансовых услуг группе с его реальной (собственные инвестиции в основной и оборотный капитал) финансовой помощью развитию промышленного сектора; каковы степень владения банком акционерным капиталом ведущих участников группы, его представительство в органах управления ФПГ.

Необходимо также отметить, что переход российской экономики на международные стандарты бухгалтерского учета значительно облегчит и упростит анализ эффективности интегрированных структур. Международные стандарты предусматривают подготовку консолидированной отчетности группы, позволяют унифицировать информацию для анализа, презентация информации для анализа является более достоверной и отражающей реальные экономические процессы в группе.

Таким образом, за более чем пятнадцатилетнюю историю функционирования финансово-промышленного капитала в России было выявлено множество внутренних и внешних факторов, замедляющих его становление и развитие. Для того чтобы менеджеры компаний, входящих в интегрированные структуры, могли бороться с этими факторами, необходимо, прежде всего, их проанализировать и оценить степень их влияния на результаты деятельности группы в целом и ее отдельных составляющих. В условиях переходной российской экономики, где формирование корпоративной культуры находится в начальной фазе, исключительно важен учет наработок зарубежных исследователей, особенно относительно императивных требований сокращения транзакционных издержек, наращивания конкурентных преимуществ, оптимизации взаимодействия управляющих и акционеров, предприятий и «главного банка». Необходимо комплексное изучение наиболее актуальных для России факторов деятельности финансово-промышленных корпораций в их взаимосвязи для того, чтобы можно было корректировать стратегические планы (если они есть) уже функционирующих финансово-промышленных групп, а также научно обосновывать создание новых. Достижение поставленных при интеграции эко-

номических субъектов задач зависит от многих факторов, но, прежде всего, от того, насколько качественно выполнен организационный проект предполагаемой интегрированной структуры, нашли ли в нем отражение расчеты предполагаемой эффективности, сделаны ли были прогнозы по нескольким вариантам развития группы.

Оценка капитала интегрированных структур. Реальная оценка капитала – это необходимость, обусловленная действием рыночного механизма. Рыночная оценка капитала позволит изменить как общую стратегию, так и иждивенческое поведение управленческого персонала спешно формируемых интегрированных структур (групп). Справедливая оценка капитала, полученная с помощью рыночного механизма, заставит повысить ответственность за его использование и управление. Капитал, оцененный по рыночной стоимости, становится условием эффективного (прибыльного) производительного использования, позволяет создать интегрированную систему капитала с сильным производственным началом¹.

В наибольшей степени рыночной оценке капитала группы будет соответствовать денежная стоимость капитала с учетом доходов, которые должна приносить совокупность капиталов различных функциональных форм. Такой подход обусловлен тем, что капитал финансово-промышленной группы – это объединенный капитал, отражающий слияние предприятий и организаций различных сфер хозяйственной деятельности и определяемый как финансово-промышленный капитал. Его следует рассматривать как однородную систему, обладающую и специфическими свойствами, и общими качествами. С этих позиций финансово-промышленный капитал представляет собой новый специфический товар, обладающий полезностью и являющийся объектом рыночных сделок. Полезность данного товара проявляется в свойстве приносить доход его владельцу в результате продажи. При этом следует помнить, что финансово-промышленный капитал должен оцениваться, исходя из конкретной формы его существования, с учетом состава, значения индустриального (промышленного) и финансового ядра, объема информационного поля в процессе производства товаров и оказания услуг, создания условий их расширенного воспроизводства. Должны учитываться не только ценность самого объекта и его элементов, но и экономические отношения, реализующие права собственности на него, конкретная деятельность в рамках интегрированной структуры.

¹ Кохно А.П. Параграф 4.1. Проблемы и особенности оценки финансово-промышленных групп в книге: Корпоративная интеграция: анализ, методы, модели. – М: Граница, 2007. С. 88-101.

Специфику оценки капитала интегрированной структуры определяет ряд обстоятельств:

- капитал группы – это высоко интегрированный капитал, отражающий статутное слияние предприятий различных сфер предпринимательства;
- финансово-промышленный капитал – это единая, замкнутая и целостная экономическая система, которая предполагает подвижное состояние всех его элементов, способность к реструктуризации и движению к динамическому равновесию;
- элементы финансово-промышленного капитала, выведенные из его состава, не могут трансформировать группу как организационно-хозяйственную структуру, хотя и могут стать основой формирования качественно новой системы интегрированного капитала;
- капитал группы – это инвестиционный товар, т.е. товар, вложения в который осуществляются потенциальным покупателем- инвестором в целях отдачи в будущем;
- инвестиционная привлекательность финансово-промышленного капитала определяется как затратами по формированию системы, так и сопутствующими факторами, которые в совокупности называют инвестиционным климатом (состояние налоговой системы, правовая база, уровень защищенности бизнеса от политической нестабильности, криминогенной обстановки и т.д.);
- потребность в капитале группы зависит как от внутренней организации и состава самой группы, так и от внешней среды. Из этого вытекает необходимость участия в регулировании условий реализации крупного капитала, в его оценке как представителей государственных органов власти, так и управленческого персонала, как акционеров, так и налоговых служб.

Необходимость в рыночной оценке капитала может возникнуть в следующих случаях: в процессе создания группы, когда речь идет об объединении капиталов, в том числе различных сфер деятельности; при присоединении отдельных подразделений к уже сформированной и функционирующей интегрированной структуре; при слиянии самих крупных образований; определения положения группы в отрасли, на рынке; определения экономических выгод и издержек слияний (присоединений).

Расчет и обоснование рыночной стоимости капитала группы преследуют ряд целей: повышения эффективности текущего управления интегрированной структуры и разработку общей стратегии. В этом наиболее заинтересована центральная компания. Для выбора направления развития группы важна оценка капитала с позиции будущих доходов и степени ус-

тойчивости их получения; формирование и расширение группы за счет слияний (поглощений) предприятий и учреждений различных сфер хозяйственной деятельности; определение целесообразности инвестиционной деятельности, что отражается в оценке стоимости инвестиционного проекта; определение финансового положения группы. При оценке капитала группы цели страхования, кредитоспособности, капиталовложения достигаются на уровне участников интегрированной структуры, что объясняется отсутствием консолидированной финансовой отчетности, различием в системах учета, с одной стороны, и неразвитостью рыночных отношений – с другой.

Когда экономические субъекты объединяются в интегрированные структуры, они преследуют цель увеличения рыночной стоимости капитала вновь созданной группы. Поэтому особенное значение на этом этапе приобретают оценка стоимости паев акций приобретаемых предприятий, определение правомочности эмиссии новых акций и регулярная переоценка финансового положения группы. Это предопределяет необходимость оценки рискованности вложений капитала в общее дело – образование группы хозяйствующих субъектов, подсчет максимальных выгод и возможных потерь в результате совместной деятельности. Инвестиционная привлекательность будет потеряна, если затраты по формированию системы финансово-промышленного капитала окажутся больше будущих доходов. Однако оценка капитала финансово-промышленных групп не должна ограничиваться учетом одних только затрат на формирование системы в целом, на создание или приобретение того или иного подразделения как элемента системы.

Поскольку оценка сводится к расчету и обоснованию рыночной стоимости анализируемого объекта (капитала группы), то для большей точности подсчета необходимо выработать точное представление о самом предмете оценки. Исследование финансово-промышленного капитала как единой целостной системы подводит к пониманию группы как к совокупности контрактных прав и прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих с определенной вероятностью будущие доходы. Внешняя форма выражения этих прав – оформление их в акционерный капитал и реализация прав собственности акционеров в регулярном получении доходов. Следовательно, оценка капитала группы может ориентироваться на капитализацию акций, определяемой как произведение количества акций, находящихся в обращении, на их цену¹. Оценки рыночной стоимости капитала с позиций инвестора и надежд на будущее эффективное функ-

¹ Кохно А.П. Методика оценки стоимости акций и облигаций // Автоматизация и современные технологии, 2001, № 6.

ционирование группы требует и сложность структуры группы, охватывающей различные сферы хозяйственной деятельности. Рыночная стоимость акций является универсальным критерием, позволяющим отразить реальное положение группы на рынке, учесть финансовый сектор, выявить убыточные подразделения и в целом дать точную оценку капитала.

Однако есть и недостаток: о рыночной стоимости акций (как любой ценной бумаги) можно говорить в том случае, если они продаются и покупаются. Неразвитость российского фондового рынка и сильное влияние политических и социальных факторов, подорванное доверие к покупке акций из-за негативной деятельности финансовых пирамид снижают возможности их реализации, объективной оценки рыночной стоимости.

Когда идет оценочный процесс необходимо определить его принципы, являющиеся методологическим фундаментом¹. Принципы оценки любой собственности разделяют на: основанные на представлениях пользователя (покупателя) капитала; связанные с функционированием группы и обусловленные ее внутренней организацией; обусловленные действием внешней среды, в которой осуществляется деятельность группы.

Исходя из принципов оценки финансово-промышленного капитала, организации группы как акционерного общества, можно сделать вывод, что объединение преследует цель роста доходов. Акционеры, участвующие в слиянии, намерены получить более высокий доход на объединенный капитал. Если объединение капиталов будет способствовать росту дивидендов и курсовой стоимости акций, то это обстоятельство говорит в пользу слияния: группа эффективно функционирует и вложение средств выгодно в долгосрочном периоде. В связи с этим наиболее приемлемым является доходный подход. Он ориентируется в оценочном процессе на доход как главный фактор, определяющий величину оцениваемого объекта. Это дает возможность определить текущую стоимость будущих доходов, которые принесет использование или дальнейшая перепродажа собственности – акций.

В процессе оценки цена акции должна соотноситься с доходами. Это – основной принцип при всех различиях в определении рыночной стоимости капитала. В мировой практике существуют три основные концепции оценки ценных бумаг²:

1. Фундаменталистский, когда идет ориентация на дисконтированную стоимость будущих доходов генерируемых акций, т.е. текущую рыночную стоимость акции можно в самом общем виде рассчитать по формуле:

¹ Федотова М.А. Сколько стоит бизнес? – М., 1996.

² Шарп У. Инвестиции. – М., 1995.

$$PV = \sum FV / (1+R)^n,$$

где **FV** – ожидаемые будущие доходы (поток денежных средств); **R** – ставка дисконта; **n** – период (например, год).

Эта формула позволяет получить более или менее точные результаты только при наличии стабильного, нормально функционирующего рынка. Для российской экономики нестабильность выливается в нежелание инвестировать средства в долгосрочном периоде. Поэтому, размещая свои денежные средства, инвесторы (и физические лица, и институциональные держатели акций) надеются на скорую отдачу. В таком случае в краткосрочном периоде текущая цена акции будет рассчитываться по скорректированной формуле на ожидаемую цену в конце года:

$$PV = (D + PV_1) / (1+R).$$

2. В современных условиях в российской экономике превалирует технократический подход, использующий статистику цен на акции и построение на этой основе различных долго-, средне-, краткосрочных трендов. Однако низкая ликвидность акций российских корпоративных структур, неполное задействование рыночного механизма не дают возможности цене вобрать всю информацию. Отсутствие же полной информации приводит к искажению действительности.

3. Теория "ходьбы наугад", ориентирующая на текущие цены и отрицающая зависимость от предыдущей динамики, – не всегда может дать ясную оценку акции. Когда акция оценена, предстоит следующий этап – сопоставление дохода с рыночной нормой. Такими показателями принято считать¹: а) доход на акцию (**EPS**) определяется как отношение чистой прибыли, уменьшенной на величину дивидендов по привилегированным акциям к общему числу обыкновенных акций. Данный показатель лучше использовать в процессе формирования и становления группы, так как идет наращивание производственных мощностей, модернизация оборудования, внедрение новых технологий. Все это требует значительных средств, поэтому значительная часть прибыли должна реинвестироваться. Когда основная часть прибыли реинвестируется, то это часто происходит в ущерб выплачиваемым дивидендам, и использование дивидендов для сопоставлений не даст характеристики реального положения дел; б) ценность акции (**P/E**) определяется как отношение рыночной стоимости (капитализации) к чистой прибыли, либо как отношение цены одной акции к прибыли на одну акцию. Он более уместен для стабильно функционирующих групп. При высоком значении **P/E** инвесторы рассчитывают на высокие темпы роста дивидендов. Акции в данном случае присуща невысокая степень риска, и акционеры согласны на перспективы невысокой

¹ Оценка бизнеса: учебник – М.: Финансы и статистика, 1998.

отдачи; наконец, ожидается, что при заданных темпах роста большая часть прибыли пойдет на выплату дивидендов. Однако бывают случаи, когда отношение **P/E** может быть высоким за счет низкой прибыли, тогда оценка искажается; в) рентабельность акций (**D/P**) рассчитывается путем деления дивидендов, выплачиваемых по обыкновенным акциям на рыночную стоимость акций. При высокой рентабельности акций инвесторы ожидают низких темпов роста дивидендов или требуют высокой доходности. Как правило, у вновь образованных групп, использующих большую часть прибыли на расширение деятельности, этот показатель невелик.

Подсчет и анализ рыночной стоимости акций позволяют в наибольшей степени оценить положение группы в отрасли и на рынке. Когда речь идет о реальном секторе и производственной деятельности, может быть получена достоверная картина положения компании в отрасли; по данному показателю можно судить и о степени концентрации капитала. Однако существенным недостатком представляется неадекватность оценки финансовых институтов, поскольку высокий оборот капитала, свойственный финансово-кредитным учреждениям, мешает реально оценить рыночную стоимость.

Оценка через анализ прибыли тоже не всегда точна. Во-первых, она искажает реальное положение дел там, где есть убыточные предприятия; во-вторых, в условиях жесткой налоговой системы российские корпоративные структуры стремятся занижить показатели прибыли, чтобы избежать уплаты чрезмерно высоких налогов.

Следующий показатель, дающий на первый взгляд ясную картину о положении хозяйственного образования, – это оценка объема продаж (реализации). Однако специалисты считают, что и он не всегда полноценно отражает динамику развития. Группа может лидировать по объемам продаж (реализации), по другим же показателям развитие может быть неравномерным. Кроме того, все перечисленные показатели базируются на годовых отчетах, которые могут публиковаться в разное время; статистика может искажаться из-за нерешенных проблем денежного обращения, использования денежных суррогатов, заключения бартерных сделок, просто преднамеренного искажения отчетности в целях минимизации налогов.

Поэтому представляется, что оценка с точки зрения рыночной капитализации, определяемой как произведение акций, находящихся в обращении, на их рыночную стоимость, предпочтительнее. Ее преимущества определяются следующими обстоятельствами: появляется возможность отразить реальный вес в группе финансово-кредитных учреждений; можно учесть убыточные подразделения группы; обеспечивается синхронность анализа, так как все оценивается на основе рыночной стоимости акций на определенную дату; рыночная стоимость акций – объективный

показатель – отражает надежды на будущее инвесторов, учитывает перспективы рынка, ожидания инвесторов.

Если показатели капитализации совпадут у различных структур, тогда анализ дополняется оценкой прибыли, объемами продаж.

Основная трудность оценки акций – субъективизм покупателя и неадекватная реакция рынка на информацию. Цены независимы, если реакция их на новую информацию незамедлительна. Когда опаздывает, то это лишнее подтверждение недостаточного уровня развития фондового рынка, заинтересованности определенных кругов в отставании информации и возможности значительных расхождений в рыночной стоимости акций. Возникает понятие "недооценённые компании" (предприятия).

Для корпоративных структур перспективным представляется использование показателя оценки бизнеса – отношения объема реализованной продукции (суммы продаж) к рыночной стоимости акций (капитализации) за определенный период – год.

Также группы можно оценивать как многопрофильные компании (это особенно уместно для конгломератных и вертикально интегрированных финансово-промышленных групп). В данном случае используется метод дисконтированного денежного потока (ДДП). Но определение стоимости финансово-промышленного капитала методом ДДП осложняют несколько обстоятельств: у каждого участника группы свои собственные структуры капитала и затраты на капитал; деловые единицы зачастую делят между собой денежные потоки; издержки и выгоды, связанные с наличием центральной компании, с трудом поддаются оценке.

Этапы оценки рыночной стоимости группы методом дисконтированных денежных потоков¹: 1) Определить деловые единицы (участники группы). Разделить их по видам бизнеса. Выделить центральную компанию (или лидирующую организацию, если это неофициальная ФПГ). 2) Собрать информацию о деловых единицах. Определить сопоставимые объекты и собрать данные. Собрать консолидированную и неконсолидированную бухгалтерскую и финансовую отчетность. 3) Провести стоимостную оценку деловых единиц. Определить для деловых единиц: денежные потоки, налоговые ставки, структуры капитала, ставки дисконтирования. Определить для центральной (лидирующей) компании: издержки, выгоды, ставку дисконтирования. Продисконтировать денежные потоки деловых единиц и центральной компании. 4) Свести воедино стоимости деловых единиц: прибавить издержки и выгоды головного офиса к стоимости деловых единиц; уточнить величину долга, риск и статьи наклад-

¹ Коупленд Т.К., Т.Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп - Бизнес, 2000.

ных расходов; сопоставить результаты с совокупной стоимостью дисконтированного денежного потока финансово-промышленной группы.

Особенности определения денежных потоков участников группы с учетом трансфертных цен и проблемой распределения накладных расходов в данной статье не рассматриваются. Необходимо сказать несколько слов об определении структуры капитала участников группы. Она должна соответствовать структурам капитала сопоставимых компаний той же отрасли, а также общей стратегии центральной компании. Разные деловые единицы порой существенно отличаются друг от друга по кредитоемкости. Определение структуры капитала участника группы строится на показателях его денежного потока или занятого капитала. Коэффициент долг/собственный капитал или коэффициент покрытия процента сопоставимых компаний могут служить для расчета отраслевых норм.

Разницу между суммой долговых обязательств всех участников и совокупной величиной долга группы в целом следует относить на центральную компанию. Часть этого долга может представлять связанное финансирование – например, ипотечный кредит под залог зданий, находящихся в полной собственности центральной компании. Весь остальной долг – следствие того факта, что кредитоемкость портфеля денежных потоков участников, между которыми нет совершенной корреляции, обладает меньшей изменчивостью, нежели сумма отдельных денежных потоков. Следовательно, объединение предприятий и банков в рамках одной группы увеличивает кредитоемкость.

Одним из самых сложных моментов в оценке любого бизнеса методом дисконтированных денежных потоков является расчет ставки дисконтирования. Существуют различные методики ее определения, наиболее распространенными из которых являются: модель оценки капитальных активов; метод кумулятивного построения; модель средневзвешенной стоимости капитала.

Выбор той или иной методики зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Функционирование группы предполагает активное использование привлеченных ресурсов. Поэтому в западной практике оценки, как правило, используется модель средневзвешенной стоимости капитала:

$$WACC = k_b(1-T)*B/(B+S) + k_s*S/(B+S),$$

где k_b , k_s – затраты на заемный и собственный капитал соответственно; T – эффективная ставка участника ФПГ; B – заемный капитал; S – собственный капитал.

Затраты на собственный капитал обычно рассчитывается по модели оценки капитальных активов:

$$R = R_0 + \beta (R_{cp} - R_0) + S_1 + S_2 + C,$$

где R – ставка дисконта; R_0 – безрисковая ставка дохода; R_{cp} – средняя доходность на рынке; β – коэффициент, показывающий взаимосвязь доходности актива с среднерыночными колебаниями. Данный показатель является также мерой систематического риска при вложениях средств в данный актив, т.е. он выражает рискованность инвестиций, связанную с общерыночной ситуацией. При $\beta < 1$ риск и, соответственно, доходность актива ниже среднерыночной, а при $\beta > 1$ – выше; S_1 – поправка, учитывающая размер и кредитоспособность компании; S_2 – поправка, учитывающая риск кредитования конкретной компании; C – поправка, учитывающая страновой риск, что является особенно актуальным для транснациональных корпораций.

Особенное внимание при оценке групп следует уделять расчету беты. Если акции оцениваемого участника группы успешно обращаются на фондовом рынке, то коэффициент бета будет рассчитываться исходя из амплитуды колебаний общей доходности акций оцениваемой компании по сравнению с общей доходностью рынка по формуле:

$$\beta = (12 \sum xy - (\sum x \cdot \sum y)) / ((12 \sum x^2) - (\sum x)^2),$$

где x – ставка дохода по фондовому индексу, y – ставка дохода по акциям оцениваемой компании.

При оценке же коэффициента бета для ООО, ЗАО или ОАО, акции которых имеют низкую ликвидность, целесообразно воспользоваться одним из четырех методов¹:

1) Управленческие сравнения. Опрашивается несколько экспертов, которым предлагается выбрать те отрасли, риск которых, по их мнению, наиболее близок к риску оцениваемой компании. Если их мнения сойдутся, то можно получить разумную оценку характерной для этой компании беты с долговой нагрузкой.

2) Сопоставление компаний. То же самое, только отбираются схожие компании открытого типа, для которых имеются посчитанные беты. Однако эти коэффициенты бета будут включать в себя долговую нагрузку, которая обычно для каждой компании индивидуальна. Для преодоления этой проблемы необходимо очистить бету сравниваемых компаний от долговой нагрузки, получив тем самым показатель предпринимательского риска компании, поскольку будет устранен эффект финансовой зависимости. Для таких расчетов необходимы данные о бете с долговой нагрузкой, целевой структуре капитала и предельной налоговой ставке компании. Очищенная от долговой нагрузки бета сравнимой компании рассчитывается по формуле:

¹ Коупленд Т.К., Т.Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. – М.: Олимп-Бизнес, 2000.

$$\beta_u = \beta_L / (1 + (1 - T_c) B/S),$$

где β_L – бета акций с долговой нагрузкой; T_c – предельная ставка налога; B/S – коэффициент долг/собственный капитал участника, рассчитанный в рыночных ценах.

3) Множественная регрессия. Если не удастся найти подходящие объекты для сравнения из-за того, что в разных интегрированных структурах на каждую сферу бизнеса приходится разные доли активов, то можно использовать средневзвешенное значение предпринимательских рисков (очищенных от долговой нагрузки бета), присущих каждой сфере бизнеса.

4) Ковариация прибыли до уплаты процентов и налогов. Этот способ включает в себя сбор данных за прошлый период о прибыли объекта оценки до уплаты процентов и налогов (EBIT), а затем проведение регрессии этого показателя по доходности рыночного индекса за тот же период:

$$EBIT = a + b \cdot (\text{рыночная доходность})_t.$$

Угловой коэффициент данной регрессии b – это показатель свободной от долговой нагрузки беты акций.

После определения стоимости собственного капитала, выясняется стоимость привлеченного капитала и рассчитывается ставка дисконтирования по модели средневзвешенной стоимости капитала. Однако, по моему мнению, при расчете ставки дисконтирования при оценке капитала вновь создаваемой группы наиболее целесообразно использовать метод кумулятивного построения. В данном методе за основу берется безрисковая норма доходности, к которой затем добавляется риск инвестирования в конкретную компанию. Каждый из факторов риска колеблется в диапазоне 0-5%¹. В качестве безрисковой ставки обычно используются валютные облигации Российской Федерации. Основным преимуществом данного метода является то, что он учитывает качество менеджмента, поскольку достижение синергетического эффекта во многом будет зависеть именно от способности управляющего персонала воплотить в жизнь организационный проект создания группы.

Заключительным этапом оценки группы методом дисконтированных денежных потоков является обобщение издержек и выгод центральной компании и стоимостей участников. Эти показатели суммируются, однако на этом этапе необходимо провести повторную проверку полученных оценок, сложив отдельные компоненты долга, чтобы удостовериться, что

¹ Business valuation Review. December. 1992; «The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the CAPM».

их сумма равна совокупной величине корпоративного долга. Провести такую проверку для денежных потоков сложно, поскольку средние темпы роста участников группы редко совпадают с темпами роста всей группы.

В процессе слияний, выработки решения по стратегическому партнерству, как уже отмечалось, важную роль играет капитализация предприятий. Она помогает определить место компании в отрасли и на рынке, осуществить финансовый анализ экономических выгод и издержек слияний. Российские предприниматели, принимая решение о приобретении или слиянии, должны исходить из того, что речь идет о долгосрочных вложениях и интересах акционерного общества. Поэтому и слияния должны оцениваться с позиций выгоды – возможности роста доходов акционеров. Чтобы оценить эффективность будущей интеграции, необходимо оценить проект создания группы с позиции экономической выгоды. Экономическая выгода имеет место только в том случае, если рыночная стоимость нового образования интегрированного капитала, возникшего в результате слияния (присоединения), будет выше, чем сумма стоимостей предприятий до их объединения.

Предположим, что принято решение об интеграции компаний **А** и **Б**. Рыночную стоимость предприятий до объединения обозначим **PV_а** и **PV_б**, а рыночная стоимость нового объединения соответственно будет **PV_{аб}**, тогда:

$$\text{ВЫГОДА} = PV_{аб} - (PV_a + PV_b) > 0.$$

Разность должна составлять положительное число, только в таком случае слияние экономически оправдано. Однако у данной формулы есть существенный недостаток: не учтены издержки, связанные с процессом интеграции. Для дальнейшего анализа целесообразности слияния необходимо учесть фактор времени и определить дисконтированную стоимость:

$$NPV = \text{ВЫГОДЫ} - \text{ИЗДЕРЖКИ} = PV_{аб} - (PV_a + PV_b) - \text{издержки} > 0.$$

Когда речь идет о слиянии как основе процесса формирования группы, то налицо ограниченность рассматриваемого примера. Ведь может сливаться значительное число предприятий различных сфер экономической деятельности. Поэтому финансовый анализ и расчет выигрышей и издержек от слияний существенно усложняется, как и подсчет дохода на одну акцию (**P/E**).

При формировании группы необходимо учитывать и другие факторы: качественный состав управленческого персонала приобретаемого предприятия, количественную и качественную характеристику персонала, сравнительный анализ сливающихся предприятий с позиций совместимости финансовой отчетности и управленческой информации, амортизации

онные регламентации, динамику затрат, нормы прибыли, дохода до и после слияния¹.

Также необходимо сказать несколько слов и о двух других подходах к оценке бизнеса. По-моему мнению, при оценке капитала группы мало применим затратный подход: он очень трудоемок и для одного предприятия, а в группу может входить до 40 предприятий, следовательно, использование затратного подхода приведет к неоправданным временным и материальным затратам, к тому же он не учитывает будущую эффективность группы.

По мнению экспертов, корректно проведенный сравнительный подход показывает более взвешенный и реалистичный результат, по сравнению с доходным подходом, который не учитывает того, что синергетический эффект от формирования группы может быть не достигнут в полной мере из-за неквалифицированного менеджмента. Применение сравнительного подхода в России уместно для предприятий таких отраслей, как автомобильная, нефтегазовая, пищевая и некоторые другие. Основная проблема – трудность получения достоверной информации.

Таким образом, реальная оценка капитала – это необходимость, обусловленная действием рыночного механизма. В наибольшей степени рыночной оценке капитала будет соответствовать оценка капитала группы с учетом доходов, которые группа способна приносить в будущем. Поэтому наиболее адекватным является доходный подход. Необходимость в рыночной оценке капитала может возникнуть в следующих случаях: в процессе создания группы, когда речь идет об объединении капиталов, в том числе различных сфер деятельности; при присоединении отдельных подразделений к уже сформированной и функционирующей группе; при слиянии самих крупных образований; определения положения группы в отрасли, на рынке; определения экономических выгод и издержек слияний (присоединений). Круг заинтересованных в оценке лиц также очень широк. Безусловно, рыночная оценка капитала может понадобиться на любом этапе функционирования интегрированной структуры, однако наиболее важно проведение оценки для определения целесообразности формирования транснациональных корпораций.

¹ Кохно П.А., Кохно А.П. Гл. 4. Модели конкурентного производства и конкурентной продукции в книге: Интеллектуальная Россия. – М.: Академия Тринитаризма, Эл № 77-6567, публ.16898, 16.10.2011. – 247 с. С. 102-135.