

Балтин В.Э., Скобелева Е.В.
Оренбургский государственный университет

ОЦЕНКА ЭФФЕКТА СИНЕРГИИ СОЗДАНИЯ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ХОЛДИНГА

В статье предлагаются формализованные подходы к оценке прогнозной величины эффекта синергии при создании холдинга и эффективности функционирования холдинга для его участников.

Развитие мировой экономической системы, процессы глобализации современной национальной экономики обуславливают необходимость постоянной адаптации экономических субъектов к меняющимся условиям деятельности. Изменения внешней среды формируют потребность у современных российских предприятий в расширении и углублении взаимосвязей, пересмотре рамок своего бизнеса. Одной из форм изменения масштабов и структуры деятельности предприятия и условием получения дополнительных (новых) преимуществ является интеграция компаний, под которой следует понимать системное объединение компаний в единое целое.

В российских бизнес-группах выделяют имущественные и неимущественные механизмы интеграции. Наиболее перспективной формой имущественной интеграции на сегодняшний день представляется формирование так называемых холдинговых структур или холдингов.

Правовую основу функционирования холдинга формирует возможность холдинговой компании реализовывать свои управленческие полномочия по отношению к дочерним компаниям на основе преобладающего участия в их уставном капитале (путем владения контрольным пакетом акций (долей) дочерних компаний и в соответствии с заключенными между ними дополнительными договорами). В качестве дополнительных договоров, в соответствии с действующим законодательством, могут выступать: договор на право дачи обязательных указаний, договоры об оказании услуг (о передаче полномочий единоличного исполнительного органа управляющей организации, об оказании холдинговой компанией услуг управления, о предоставлении участникам холдинга управленческого персонала, об оказании консультационных услуг) [5].

Содержательную сторону деятельности холдинга характеризуют варианты интегра-

ции управления холдингом и различными бизнес-процессами. В основе такой интеграции лежит мотивация участия компании в холдинге. Рассмотрим, в чем такая мотивация заключается.

В зарубежной научной литературе создание холдинговой структуры рассматривается в качестве альтернативы процессам слияния и поглощения. Процесс слияния состоит в объединении двух или нескольких компаний, в результате чего возникает новая компания, которой передаются все права и обязанности объединяющихся компаний. Процесс поглощения состоит в объединении компаний, в ходе которого одна компания (поглощающая) приобретает 100% акций (долей) другой компании (поглощаемой). Основное отличие процессов слияния и поглощения от процесса создания холдинга состоит в том, что в первом случае сливающиеся и поглощаемые компании утрачивают статус юридического лица, во втором случае дочерние компании продолжают действовать как самостоятельные юридические лица.

Основной мотив менеджмента компании при осуществлении слияния или поглощения заключается в стремлении получить так называемый эффект синергии при условии, что менеджеры компаний действуют в интересах их собственников. В экономической науке понятие синергизма рассматривается чаще всего как «экономия» на чем-либо или как «увеличение» какого-либо свойства предприятия и образно характеризуется формулой: $2 + 2 = 5$. Проведенный нами анализ показал, что и в западной, и в отечественной науке синергию рассматривают исключительно как свойство процессов слияния и поглощения, тогда как дополнительные экономические преимущества могут быть получены в результате других структурных изменений, направленных на осуществление совместной деятельности. Следует отметить также, что дополнительные преимущества от объедине-

ния компаний не ограничиваются отдельными выгодами (увеличением стоимости производственных активов, экономией на масштабе, налоговой экономией, информационным эффектом и др.). В этой связи эффект синергии, на наш взгляд, следует рассматривать как любой положительный эффект создания и функционирования нового объединения (в результате различной структурной перестройки нескольких компаний, направленной на осуществление совместной деятельности), сверх суммарного эффекта от деятельности объединяемых компаний, действующих как независимые и самостоятельные компании. При этом под положительным эффектом создания и функционирования объединения следует понимать любые дополнительные экономические и финансовые преимущества в его деятельности, полученные или прогнозируемые к получению в результате объединения компаний. Термин «дополнительные преимущества» характеризует получение эффекта от объединения компаний сверх ожидаемого суммарного эффекта от деятельности объединяемых компаний как отдельных бизнесов.

Для определения экономических и финансовых преимуществ создания и функционирования холдинговых структур необходимо решить проблему идентификации: какая из сторон – холдинговая компания или дочерние предприятия – создает синергетический эффект. Холдинговая компания, выступая инициатором сделки о приобретении контрольного пакета акций (долей, паев) дочерней фирмы, как правило, высвобождает отдельные дополнительные преимущества, связанные с сокращением суммарных расходов или увеличением суммарных доходов после включения в состав холдинга дочерней компании. Между тем дочерняя компания может обладать определенными активами, которые могут использоваться холдинговой компанией в более широком пространстве, ограниченном, однако, рамками холдинга. В таком случае именно дочерняя компания создает дополнительные преимущества, которые реализуются холдинговой компанией. Возможные дополнительные преимущества создания и функционирования холдинга, определяющие цель его создания, представлены в таблице.

Перечисленные преимущества создания и функционирования холдинга и соответствующие им цели не являются исчерпывающими, однако все они повышают экономическую эффективность деятельности и капитализацию компаний, входящих в холдинг. Таким образом, холдинг может потенциально обеспечить получение дополнительных экономических и финансовых преимуществ, что позволяет говорить о возможности реализации эффекта синергии. Его достижение – основной мотив объединения предприятий в холдинг.

Создание холдинга может нести и недостатки для его участников, заключающиеся в следующем:

– для холдинговой компании – снижение предпринимательской активности (инертность при перестройке производства, осуществлении масштабных инвестиций, изменении организационной структуры), снижение стоимости компаний в результате диверсификации производства, увеличение суммарных издержек при усложнении и неправильном построении организационной и финансовой структур и другие;

– для дочерних компаний – манипуляция с их капиталами, «рост уровня опасности бюрократизации управления», снижение предпринимательской активности, разрушение отлаженных связей в результате «активизации центробежных тенденций», уклонение от уплаты налогов в связи с наличием сложной организационной структуры и другие [5].

Сопоставление выявленных и оцененных дополнительных преимуществ и недостатков создания и функционирования холдингов позволяет осуществить оценку экономической целесообразности создания и деятельности холдинговых структур. Полагаем, что функционирование холдинга является экономически целесообразным, если чистая приведенная стоимость (NPV) создания и деятельности холдинговой группы имеет положительное значение, т. е. синергетический эффект превышает возможные дополнительные издержки. При этом синергетический эффект образуется в результате получения дополнительных выгод или преимуществ, стоимость которых приводится к текущему моменту времени, а недостатки представле-

Таблица. Дополнительные преимущества создания и функционирования холдингов

Цель создания холдинга	Преимущества создания и функционирования холдинга	Участники, создающие преимущества
Повышение конкурентоспособности предприятий, входящих в холдинг	- концентрация и быстрая мобилизация значительных ресурсов на необходимых бизнес-направлениях, оптимизация использования мобилизованных ресурсов в рамках холдинговой группы; - объединение интеллектуального потенциала и технических возможностей в рамках холдинга; - экономия на операционных издержках, обусловленная масштабами деятельности;	Холдинговая компания Дочерние компании Холдинговая компания
Максимизация отдачи на вложенный капитал	- концентрация производственных мощностей; - объединение и использование научно-исследовательских разработок; - снижение операционных издержек: производственных, административных, маркетинговых и других; - оптимизация распределения и использования мобилизованного капитала в рамках холдинга;	Дочерние компании Дочерние компании Холдинговая компания Холдинговая компания
Завоевание новых рынков сбыта	- повышение конкурентоспособности предприятий, входящих в холдинг; - концентрация производственных мощностей; - объединение интеллектуального потенциала, технических и финансовых возможностей предприятий-участников холдинга; - обеспечение контроля за ценами на конечную продукцию;	Холдинговая компания Дочерние компании Дочерние компании Холдинговая компания
Формирование оптимальной цены и структуры капитала	- получение дополнительных возможностей привлечения «долговых» финансовых ресурсов на выгодных условиях (с точки зрения цены, сроков возврата и т. д); - создание «налогового щита», т. е. получения возможности уменьшения налогооблагаемой прибыли в результате отнесения увеличения «долговой нагрузки» и отнесения расходов по долговым обязательствам на себестоимость;	Холдинговая компания Холдинговая компания
Создание эффективной системы менеджмента (в том числе финансового)	- централизация информации и координация действий предприятий холдинговой группы; - минимизация административных издержек; - оптимизация организационной и финансовой структуры предприятий, входящих в холдинг;	Холдинговая компания Холдинговая компания Холдинговая компания
Минимизация суммарных налоговых обязательств	- создание «налогового щита»; - оптимальное распределение средств между предприятиями холдинга;	Холдинговая компания Дочерние компании
Минимизация финансовых и других видов риска	- диверсификация деятельности предприятий холдинга; - диверсификация инвестиционного портфеля предприятий холдинга; - стабилизация денежных потоков; - формирование оптимальной структуры капитала;	Дочерние компании Холдинговая компания Холдинговая компания Холдинговая компания

ны дополнительными издержками, выраженными в текущих денежных единицах. В таком случае:

NPV = текущие дополнительные преимущества –

– текущие дополнительные издержки =

$$= \sum (ДП_i / (1+r)^i) - \sum (ДИ_i / (1+r)^i),$$

где: ДП_i – величина дополнительного преимущества, получаемого в i-й год функционирования холдинга;

ДИ_i – величина дополнительных издержек, понесенных в i-й год функционирования холдинга;

r – ставка дисконтирования.

Для оценки синергетического эффекта деятельности компаний в составе холдинга воспользуемся предложениями Эванса и Бишопа // по оценке потенциальной экономии от слияния и поглощения. Ими синергетический эффект предлагается оценить на основе трех групп основных показателей: размера выгоды от синергетического эффекта, вероятности его достижения и времени получения выгод.

Выгоду от синергетического эффекта следует оценивать с учетом целей создания холдинга и характера преимуществ, получаемых предприятиями-участниками. Поскольку следствием получаемых преимуществ явля-

ется повышение эффективности холдинга, то размер выгоды от синергетического эффекта может быть оценен показателями эффективности деятельности холдинга.

В настоящее время в зарубежной практике осуществляется переход в оценке эффективности деятельности компаний от традиционных финансовых показателей (в том числе денежного потока) к современным концепциям сбалансированной системы показателей, процессно ориентированного учета затрат и процессно ориентированного анализа рентабельности.

Система сбалансированных показателей оценки эффективности компаний была представлена в начале 90-х годов XX века Р. Капланом и Д. Нортоном. Согласно указанной концепции измерение эффективности должно происходить в четырех областях: финансовой, взаимоотношений с клиентами, внутренних бизнес-процессов, обучения и инноваций. Полная эффективность компании определяется не только с учетом фактора времени, но и во взаимосвязи финансовых и нефинансовых показателей, «обращенных в будущее».

М. Мейер, проанализировав и обобщив существующие недостатки реализации на практике системы сбалансированных показателей (сложность подбора подходящих показателей и комбинации неоднородных показателей в единую оценку эффективности, сложность, а иногда и невозможность контроля получаемых искажений оценок), пред-

ложил концепцию процессно ориентированного анализа рентабельности. Система процессно-ориентированного анализа рентабельности предполагает расчет эффективности путем оценки влияния отдельных бизнес-процессов (затрат) на доходы компании и оценки факторов, определяющих нефинансовые результаты в разрезе отдельных клиентов (потребителей) компании. В результате такого анализа можно получить «цепочку эффективности», соединяющую деятельность компании с финансовой эффективностью.

Предлагаемые зарубежные методики оценки эффективности деятельности компании являются достаточно сложными для применения к крупным компаниям, а тем более к группам компаний (холдингам), так как чем больше составных частей в компании (холдинге), тем больше необходимо показателей для оценки эффективности. В связи с этим возникает потребность модификации указанных методик путем сокращения числа показателей до отдельного показателя или системы небольшого числа показателей.

Поскольку в организационной структуре холдинга дочерние предприятия представляют собой отдельные бизнес-единицы, то для оценки финансовой эффективности холдинговой компании можно использовать общие для всех участников финансовые показатели и определять влияние отдельных бизнес-процессов на финансовые показатели сначала бизнес-единицы, а затем холдинга в целом (рис. 1).

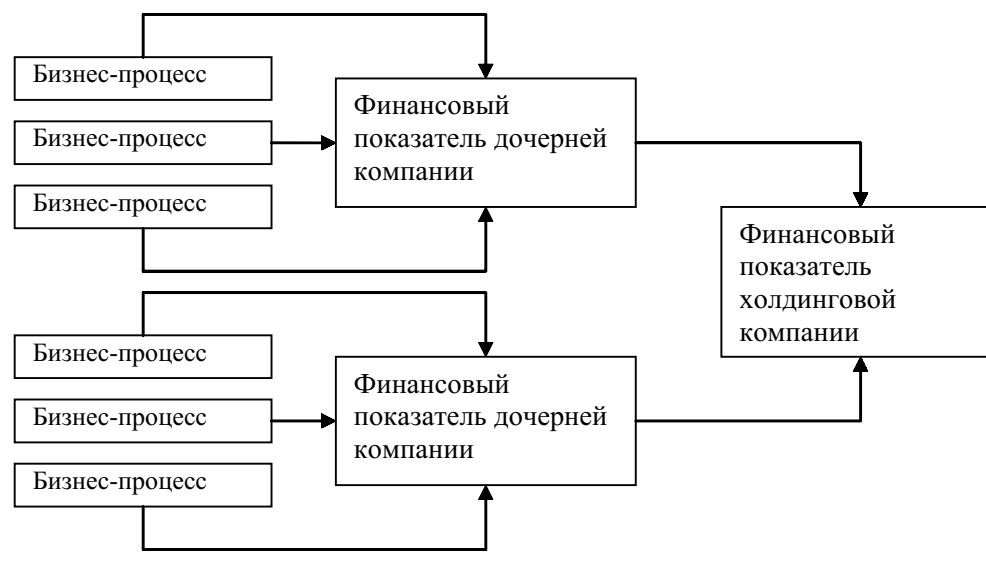


Рисунок 1. Оценка финансовой эффективности холдинга.

Вместе с тем, учитывая важность нефинансовых показателей деятельности компаний, нельзя избегать их учета в процессе оценки размера синергетического эффекта создания и функционирования холдинга. Представляется удобным проводить оценку синергетического эффекта, вызванного нефинансовыми преимуществами, путем определения влияния экономического показателя на финансовый (выражение нефинансового показателя через финансовый). Например, качество продукции как нефинансовый показатель можно выразить через степень удовлетворенности клиентов, которую в свою очередь можно оценить по величине прироста выручки от реализации.

Каждый показатель системы оценки синергетического эффекта определяется целью создания холдинга и применяется для расчета размера соответствующего преимущества. Финансовый показатель, который берется за основу при расчете размера преимущества, зависит от характера этого преимущества. Если, предположим, создание холдинга позволило повысить конкурентоспособность предприятий, входящих в состав холдинга, и получить экономию на операционных издержках, то в качестве показателя для оценки синергетического эффекта может выступить прогнозный чистый денежный поток на инвестированный капитал (ЧДП). В таком случае эффект синергии от повышения конкурентоспособности предприятий, входящих в холдинг, определяется как прирост чистого денежного потока:

$$\text{Эффект синергии} = \text{ЧДП}_x - (\text{ЧДП}_{xк} + \Sigma(\text{ЧДП}_{дкi})),$$

где: ЧДП_x – прогнозный чистый денежный поток на инвестированный капитал холдинга;

$\text{ЧДП}_{xк}$ – прогнозный чистый денежный поток на инвестированный капитал холдинговой компании, полученный при условии осуществления деятельности данной компании вне холдинговой структуры;

$\text{ЧДП}_{дкi}$ – прогнозный чистый денежный поток i -й дочерней компании, полученный при условии осуществления деятельности вне холдинговой структуры.

При создании холдинга в целях максимизации отдачи на вложенный капитал на

основе концентрации производства эффект синергии целесообразно определять на основе прироста рентабельности собственного капитала предприятий холдинга (РСК):

$$\text{Эффект синергии} = \text{РСК}_x - (\text{РСК}_{xк} + \Sigma(\text{РСК}_{дкi})),$$

где: РСК_x – прогнозная рентабельность собственного капитала холдинга;

$\text{РСК}_{xк} + \Sigma(\text{РСК}_{дкi})$ – средняя прогнозная рентабельность компаний, полученная при условии осуществления деятельности вне холдинга и определяемая по формуле средневзвешенной цены собственного капитала. При этом $\text{РСК}_{xк}$ – прогнозная рентабельность собственного капитала холдинговой компании, полученная при условии осуществления деятельности вне холдинговой структуры; $\text{РСК}_{дкi}$ – прогнозная рентабельность собственного капитала i -й дочерней компании, полученная при условии осуществления деятельности вне холдинга; в качестве цены собственного капитала i -й дочерней компании выступает прогнозная рентабельность собственного капитала данной компании.

Если холдинг создается с целью повышения производственного потенциала и завоевания новых рынков сбыта, то эффект синергии предпочтительнее оценивать на основе прироста выручки холдинга:

$$\text{Эффект синергии} = \text{В}_x - (\text{В}_{xк} + \Sigma(\text{В}_{дкi})),$$

где: В_x – прогнозная выручка от реализации продукции (работ, услуг) холдинга;

$\text{В}_{xк}$ – прогнозная выручка от реализации продукции (работ, услуг) холдинговой компании, полученная при условии осуществления деятельности вне холдинга; $\text{В}_{дкi}$ – прогнозная выручка от реализации продукции (работ, услуг) i -й дочерней компании, полученная при условии осуществления деятельности вне холдинга.

При создании холдинга в целях максимизации прибыли предприятий, входящих в холдинг, за счет минимизации суммарных административных издержек или минимизации налоговых обязательств эффект синергии может быть определен как прирост соответствующих показателей рентабельности.

Поскольку главной цели (миссии) холдинга соответствует определенная совокупность подцелей (преимуществ), то их количество

определяет число показателей в системе оценки синергетического эффекта (рис. 2). Между тем методика расчета эффекта синергии от получения отдельного преимущества является универсальной, не зависящей от используемого показателя, а следовательно, и цели создания и функционирования холдинга, и состоит в определении разницы между тем или иным прогнозным показателем деятельности холдинга в целом и суммой значений (средневзвешенным значением) соответствующего прогнозного показателя деятельности предприятий - участников холдинга, достигаемых (достижимым) при условии осуществления деятельности участников вне холдинга.

В результате общая величина синергетического эффекта создания и функционирования холдинга может быть определена в общем виде как сумма размеров финансовых и нефинансовых преимуществ (синергетических эффектов), взвешенных по значимости каждого преимущества и определяемых на основе соответствующего финансового показателя. При этом значения (веса), присваиваемые отдельным синергетическим эффектам, должны быть выражены явно и устанавливаться заранее. Однако поскольку внутренняя и внешняя среда деятельности холдинга изменчива, то необходимо предусмотреть в каждом конкретном случае порядок изменения весов отдельных синергетических эффектов в соответствии с изменением целей деятельности и в соответствии с результатом получения прогнозируемых преимуществ. По сути, оценка синергетического эффекта

при создании холдинга осуществляется на основе сбалансированной системы финансовых показателей.

При оценке размера синергетического эффекта необходимо учитывать, что получение различных дополнительных экономических и финансовых преимуществ создания и функционирования холдинга имеет различную степень вероятности. В частности, вероятность ликвидации расходов на заработную плату менеджеров дочерних компаний при передаче полномочий единого исполнительного органа дочернего предприятия холдинговой компании равна 100%, а вероятность минимизации расходов на продажу дочерних компаний определить достаточно сложно. Поэтому при прогнозировании значений соответствующих показателей для расчета синергетического эффекта необходимо учитывать «вероятности различных сценариев» их достижения – «оптимистического, наиболее вероятного, пессимистического» [1].

Как было отмечено выше, эффект синергии присутствует в течение всей «жизни» холдинга. Объясняется это тем, что хотя приобретение холдинговой компанией контрольного пакета акций (долей, паев) дочерней компании «обычно совершается в виде единственной сделки, выгоды от нее накапливаются в течение всего периода прогноза, способного охватывать много лет» [1]. А поскольку дополнительные преимущества создания и деятельности холдинга должны быть выражены в текущих денежных единицах, то при прогнозировании значений по-



Рисунок 2. Формирование системы оценки синергетического эффекта создания и функционирования холдинга.

казателей, на основе которых оценивается размер таких преимуществ, необходимо учитывать время их получения и приводить их к текущей стоимости.

Дополнительные издержки создания холдинга определяются его недостатками для участников, выраженными в денежных единицах, и издержками на приобретение преобладающего участия холдинговой компанией в деятельности дочерних компаний. Оценка недостатков создания и функционирования холдинга осуществляется тем же методом, что и оценка синергетического эффекта. Разница состоит в том, что оценивается не положительный эффект, а отрицательный. Другими словами, когда эффект синергии отрицательный, то вместо дополнительных преимуществ холдинг получает дополнительные недостатки в результате его создания и функционирования. Назовем такие недостатки эффектом обратной синергии. Эффект обратной синергии определяется как отрицательная разница между прогнозным показателем деятельности холдинга в целом и суммой значений (средневзвешенным значением) соответствующего прогнозного показателя деятельности участников холдинга, достигаемых (достигаемым) при условии осуществления деятельности участников вне холдинговой группы.

Помимо дополнительных издержек, вызванных отрицательным влиянием на синергетический эффект дополнительных недостатков создания и функционирования холдинга, холдинг несет дополнительные издержки, связанные с приобретением холдинговой компанией преобладающего участия в деятельности дочерних компаний. Такие издержки, как правило, называются премией, уплачиваемой холдинговой компанией за преобладающее участие в деятельности дочерней компании сверх его реальной рыночной стоимости. В премию включаются зат-

раты холдинговой компании на приобретение контроля и на выполнение функций управления дочерней компанией в соответствии с заключенными между участниками холдинга договорами.

При определении размера премии за приобретение контрольного пакета акций (долей, паев) необходимо учитывать сторону, создающую преимущества создания холдинга, а также их характер. Билл Пурш разбил все преимущества, получаемые участниками при поглощениях, на три категории: универсальные, специфические, уникальные [3]. Применительно к холдингам универсальные преимущества, как правило, доступны любой холдинговой или дочерней компании; специфические – доступны нескольким, как правило, действующим в одной отрасли компаниям; уникальные – доступны только особой компании (либо холдинговой, либо дочерней). В результате, если уникальным преимуществом обладает холдинговая компания, то премия за приобретение контроля, уплачиваемая ею, будет минимальной, и наоборот. Специфические преимущества влияют на размер премии пропорционально доле участника в совокупном размере соответствующей выгоды. Универсальные преимущества вне зависимости от стороны-создателя увеличивают премию за контроль, уплачиваемую холдинговой компанией [4].

В результате проведенных выше уточнений чистую приведенную стоимость создания и функционирования холдинга (NPV) следует определять по формуле:

$$\begin{aligned} NPV = & \text{Эффект синергии} + \\ & + \text{Эффект обратной синергии} - \\ & - \text{Премия за преобладающее участие в деятельности дочерних компаний.} \end{aligned}$$

Список использованной литературы:

1. Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: создание стоимости в частных компаниях. М.: Альпина Паблишер, 2004.
2. Мейер Маршал В. Оценка эффективности бизнеса. М.: ООО «Вершина», 2004
3. Purshe. W. Building Better Bids: Synergies and Acquisition Prices. Chief Financial Officer USA, 1988. pp. 63-64.
4. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999.
5. См.: Рабинович А., Адамович Г., Крупская Е. Управление в холдинге: возможны варианты // Хозяйство и право. – 2004. – №9. – С. 51-61, Шиткина И. Особенности корпоративного управления хозяйственными обществами, объединенными в холдинговую компанию // Хозяйство и право. – 2003. – №10. – С. 40-49.