

### 3.10. РАЗРАБОТКА АЛГОРИТМА УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР В РОССИИ

Базанкова В.С., аспирант кафедры экономики и финансов;

Зайцев В.А., д.т.н., профессор, заведующий кафедрой экономики и финансов

*Ивановский государственный химико-технологический университет*

В статье рассмотрены теоретические и методические основы управления стоимостью холдинговых компаний Российской Федерации. Особое внимание уделено понятию и классификации российских холдингов, трансфертному ценообразованию и внутрихолдинговому (процессинговому и агентским) отношениям. Предлагается алгоритм управления стоимостью, предполагающий выбор формы и условий взаимоотношений внутри холдинга. Автор показывает результаты применения алгоритма управления для химического квазихолдинга.

#### ВВЕДЕНИЕ

Рыночная экономика в Российской Федерации развивается, и параллельно с этим процессом создаются крупные финансово-промышленные группы и холдинговые компании, которые приобретают в свою собственность большое количество, как промышленных гигантов, так и небольших предприятий. Именно холдинги как прогрессивная форма организации бизнеса позволяющая повысить его эффективность и конкурентоспособность, получили весьма широкое распространение в РФ. Промышленные холдинги в РФ вносят существенный вклад в создание внутреннего валового продукта, обеспечивая гармонизацию участников рыночного взаимодействия. Производственные предприятия, функционирующие самостоятельно или в составе холдинговых структур, играют важную роль в экономике города, региона и страны в целом. Именно от их функционирования зависит уровень занятости, доходов населения, поступления в региональный и другие бюджеты. Однако, как показывает практика, стоимость производственных предприятий, функционирование которых связано со снабженческо-сбытовыми подразделениями компании (или торговыми домами), разрушается. Это значит, что они не готовы противостоять кризисным процессам, а основная проблема кроется в недооценке их вклада в общую деятельность компании.

Развитие финансового рынка, глобализация экономики, усиление позиций профессиональных менеджеров изменили взгляд на управление компанией. Ранее существовавшие направления анализа результатов деятельности, постановки учета, управления денежными потоками компании, методы обоснования инвестиционных проектов меняют свое содержание. Мировая практика доказывает, что наиболее конкурентоспособными субъектами хозяйствования, как правило, являются те, в которых основным критерием оценки качества принимаемых управленческих решений служит последующее повышение стоимости бизнеса. Управление стоимостью компаний (value based management, **VBM**) с использованием финансовых методов особенно важно для преодоления последствий глобального экономического кризиса. Особую роль ценностная концепция должна играть при управлении холдинговыми структурами в РФ, что позволит обеспечить комплексный подход при принятии управленческих решений относительно развития как производственных, так и торговых предприятий.

Цель нашего исследования состоит в разработке алгоритма управления стоимостью, ориентированного на повышение эффективности функционирования производственного звена и холдинга в целом.

В качестве объекта исследования выступают производственные и сбытовые бизнес-структуры, функционирующие в рамках холдинга.

Исходя из поставленной цели, были сформулированы и решены следующие задачи:

- определена сущность понятия «холдинг», приведена дополненная автором классификация холдингов;
- рассмотрена специфика взаимоотношений между предприятиями внутри холдинга при различных договорных условиях (толлинг, агентские отношения);
- разработан алгоритм управления стоимостью холдинга.

#### ПОНЯТИЕ «ХОЛДИНГ»

##### Классификация холдинговых структур

В действующем законодательстве РФ понятие «холдинг» не предусмотрено.

Однако в Гражданском кодексе РФ (ГК РФ) (ст. 105, 106) введены понятия дочерних и зависимых хозяйственных обществ. Исходя из этих норм, можно сформулировать следующее определение изучаемой структуры: холдинг (от англ. holding – «владение») – совокупность материнской компании и контролируемых ею дочерних и зависимых компаний. Кроме того, холдинг – это совокупность компаний, связанных взаимозависимостью, причем, как отмечает Сафарова Е. [7], одна организация прямо или косвенно участвует в другой организации, и суммарная доля этого участия превышает 20%. В законопроекте о трансфертном ценообразовании перечень лиц, признаваемых взаимозависимыми, расширен. Основные общества (товарищества) и дочерние общества также относятся к взаимозависимым.

Обобщая различные определения многочисленных источников, заметим, что определение холдинга включает в себя четыре неразрывно связанных между собой значения (рис. 1), каждое из которых выполняет свою функцию определения холдинга в экономическом контексте рыночной экономики. [2, с. 13; 6] В исследовании используется третье значение.



Рис. 1. Многоаспектность понятия «холдинг»

Минимальное количество уровней в интегрированной холдинговой структуре три: владельцы, холдинг и его дочерние общества. Широко распространено мнение, что в каждом холдинге должна обязательно присутствовать управляющая компания. Однако фактиче-

ски в РФ существует большое число примеров, когда средний уровень в холдинговой структуре отсутствует, и законом РФ это не запрещено.

Кроме того, следует уточнить вопрос о его юридическом статусе. Холдинг может быть самостоятельным юридическим лицом, объединением юридических лиц, совокупностью взаимозависимых агентов и др. Холдинг может быть представлен предприятием любой организационно-правовой формы.

Для создания холдинга путем расширения достаточно внести долю в создание нового предприятия (более 20%), но есть и другие возможности, подробно описанные у Зубаревой Е.И [5] и других авторов.

Второй способ создания холдингов – специфичный, присущий только РФ [1, с. 14; 6, 43-44] – разукрупнение крупных акционерных обществ, образованных в результате приватизации, для придания большей самостоятельности и гибкости подразделениям компании. В результате структурных преобразований формируется объединение юридических лиц, основой которого является акционерное общество, к имуществу которого относятся акции/доли вновь созданных лиц.

В зависимости от специфики деятельности и способов решения конкретных задач организационное построение холдингов может быть различным, что позволило выделить следующие их виды (рис. 2).

Критерий Классификации	Основные виды холдинговых структур				
Месторасположение	Транснациональный (широкое географическое рассеивание дочерних обществ)	Национальный холдинг (предприятия одного государства)		Региональный холдинг (на территории одного региона)	
Преобладающая форма собственности	Семейный холдинг	Государственный холдинг		Негосударственный	
Отраслевая принадлежность	Промышленный	Банковский	Холдинг в сфере услуг	Торговый холдинг	и т. д.
Традиционный принцип построения	Диверсифицированная корпорация (последовательное создание предприятий и посл. присоединение их к группе)	Вертикально-интегрированный холдинг (объединение предприятий единого технологического цикла)	Горизонтально-интегрированная компания (последовательное присоединение в рамках одного бизнеса)	Смешанный холдинг (одновременно верт.-интегр. и гориз.-интегр.)	
Корпоративный и управленческий контур	Единая компания (бизнес-единицы не являются отдельными юридическими лицами)	Квазихолдинг («монокомпания») (бизнес-единицы обладают статусом юридического лица, нет единой управляющей структуры)	Дифференцированная компания (ассоциативный холдинг) (часть бизнес-единиц - это юр. лица, а часть относится к структуре всего холдинга)		
Права собственности	Имущественный холдинг (владение контрольными пакетами акций/долей в обществах, независимых в правовом отношении)		Договорной холдинг (подчиненность одного общества другому, независимому в правовом и экономическом отношении)		
Современный принцип интеграции	Инсорсинговый холдинг (внутренний – производство и реализация внутри одной компании)	Аутсорсинговый (внешний – с привлечением сторонних фирм)	Виртуальный (все процессы осуществляются на договорной основе сторонними предприятиями, а базовая компания проектирует, направляет, организует)		
Структура контрольного пакета	Портфельный холдинг (владеет только контрольным пакетом других предприятий)		Инвестиционный холдинг (владеет и управляет портфелем акций др. предприятий)	Портфельно-инвестиционный	
Объект управления	Финансовый («чистый») (основан на долевом участии с преобладанием функций финансирования)		Производственный холдинг (основное общество занимается производством)	Смешанный холдинг (контролирует и занимается бизнесом)	

Рис. 2. Классификация холдинговых структур

При определении типа холдинговой структуры РФ следует обратить внимание на место управляющей компании в ней. В РФ широко распространены квази-холдинги или ассоциативные холдинги, которым присущи следующие черты:

- отсутствие ярко выраженной управляющей структуры, основное общество выполняет ее функции;
- основное общество ведёт производственную деятельность и одновременно, как центральное управленческое звено, координирует деятельность группы как многопрофильной системы;
- наибольшие прибыли сконцентрированы в снабженческо-сбытовых подразделениях в то время, как производственные выполняют основной набор производственных функций;
- договорные отношения между участниками интеграционной группы, каждый из которых выступает самостоятельным юридическим лицом.

В рамках нашего исследования изучается холдинг, который, по вышеуказанным критериям, является монокомпанией, национальным холдингом химической промышленности, квазихолдингом, инсорсинговым и имущественным холдингом.

Создание холдинговых компаний позволяет мелким и средним коммерческим структурам выжить в мире большого бизнеса. Сейчас в РФ холдинги в большинстве случаев создаются стихийно, не всегда продуманно, что зачастую приводит к неприятным последствиям. Как правило, холдинговые структуры де-юре состоят из не связанных между собой хозяйственных субъектов из-за антимонопольных ограничений и стремления к разделению финансовых и товарных потоков с целью минимизации налогообложения. Отсюда неэффективность управления, а также трудности с привлечением инвестиций в холдинг.

Для достижения стабильных и высоких показателей функционирования холдинга требуется создание эффективной структуры и соответствующей этой структуре системы управления. Цель такого управления — упорядочить процесс воздействия на подконтрольные компании со стороны головной и как следствие — увеличить прибыль каждой компании, входящей в состав холдинга, и холдинга в целом.

## **СПЕЦИФИКА ВЗАИМООТНОШЕНИЙ МЕЖДУ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ВНУТРИ ХОЛДИНГА ПРИ РАЗЛИЧНЫХ ДОГОВОРНЫХ УСЛОВИЯХ (ТОЛЛИНГ, АГЕНТСКИЕ ОТНОШЕНИЯ)**

В холдингах широко распространено применение трансфертного ценообразования. Именно трансфертное ценообразование является одним из наиболее распространенных финансовых инструментов, применяемых в целях распределения финансовых потоков. На территории РФ трансфертное ценообразование используется также для искусственного перераспределения прибыли между юридическими лицами.

Трансфертная цена — цена, используемая при сделках между взаимосвязанными лицами внутри интегрированной компании. Поэтому предлагается следующая типология трансфертных цен в зависимости от группы пользователей информации о внутренней цене [9, с. 13]:

- внешние трансфертные цены — предназначенные для пользователей, внешних по отношению к компании, отражаются в бухгалтерском и налоговом учете (налоговая и таможенная службы);

- внутренние трансфертные цены — предназначенные для распределения потоков между предприятиями, используются только внутри компании. Устанавливаются либо руководством, либо в результате договорных отношений между предприятиями в зависимости от типа холдинга.

Методы трансфертного ценообразования различны, однако будем придерживаться трех основных, которые предлагаются Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), объединяющей 30 стран, и полностью совпадают с методами, предусмотренными российским налоговым законодательством, МСФО 24 и новым законопроектом:

- метод сопоставимой неконтролируемой цены, согласно которому цена устанавливается по стоимости аналогичной продукции, проданной покупателю, не являющемуся аффилированным лицом;
- метод цены перепродажи, в соответствии с которым цена товара при перепродаже уменьшается на величину наценки, представляющей собой сумму, за счет которой перепродавец хотел бы покрыть свои издержки и получить прибыль;
- метод «затраты плюс прибыль», который предусматривает прибавление соответствующей надбавки к цене, установленной поставщиком [5].

Внутренняя трансфертная цена может быть установлена на сырье и материалы или на продукцию. Будем использовать второй вариант.

Уровень внутренней трансфертной цены зависит в первую очередь от схемы отношений между предприятиями.

Для агентских (договорных) отношений между холдинговыми предприятиями характерно следующее. Сторона, именуемая агентом, обязуется за вознаграждение, совершать от имени и по поручению другой стороны — принципала — юридические и иные действия от своего имени, но за счет средств принципала. Принципал обязуется уплатить агенту вознаграждение, прописанное в агентском договоре. Для небольшого холдинга из двух звеньев — производство и сбыт — это означает, что торговый дом — агент отвечает за сбыт продукции производства — принципала.

Рассмотрим более подробно процессинговый вид отношений (давальческая схема) между производственным и снабженческо-сбытовым звеном холдинга. Именно данный вид взаимоотношений наиболее распространен в РФ. В международной практике давальческую схему сделки часто именуют толлингом.

Владелец сырья (давалец — ТД) имеет цель произвести из сырья продукцию. Для этих целей ТД заключает договор с производственным предприятием (переработчиком), которое имеет соответствующие производственные мощности; согласно договору переработчик из предоставленного сырья производит продукцию и передает ее ТД.

Процессинговая схема взаимоотношений выгодна в случаях, когда существует кризис сбыта на внутреннем рынке и (или) имеется сырьевая проблема, если отсутствует развитая товаропроводящая сеть.

Толлинг позволяет:

- функционировать предприятиям, не обладающим свободными денежными средствами, с практически отсутствующими оборотными средствами, и даже предприятиям со значительными долгами;
- загрузить мощности простаивающих заводов, тем самым обеспечить текущие расходы предприятия, и выплату заработной платы персоналу. Социальная напряженность при этом снижается, обеспечивается поступление средств в бюджеты, благосостояние трудящихся повышается;

- в отдельных случаях, предприятию-переработчику не только выплатить зарплату своим сотрудникам и компенсировать свои текущие расходы, но и получить доход, сформировать свои оборотные средства для самостоятельной работы.

Основные причины применения трансфертных цен в холдингах сводятся, во-первых, к необходимости перераспределения финансовых потоков в рамках холдинга, во-вторых, к оптимизации налогообложения. Государственной думой РФ принят законопроект «О трансфертном ценообразовании», ориентированный на снижение недоплат налогов по трансфертным операциям с 2010 г. Действие его распространяется на организации и физических лиц, совершающих контролируемые сделки [8]. В нашем случае, операции между звеньями квазихолдинга не относятся к контролируемым сделкам.

Законопроект направлен в первую очередь на легализацию трансфертных операций, пополнение налоговых доходов бюджета РФ за счет тщательных проверок и ограничения трансфертных схем в оффшорных зонах. Однако в законопроекте не затрагивается вопрос о пе-

рераспределении финансовых потоков в рамках холдинга. Обычно этот вопрос решается путем создания единого центра прибыли в рамках управляющей компании, которая в дальнейшем перераспределяет ее в соответствии с потребностями структур холдинга.

### АЛГОРИТМ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ЗВЕНА И ХОЛДИНГА В ЦЕЛОМ

Обзор литературы и практики показал, что в настоящее время отсутствуют научно-методические основы выбора формы взаимоотношений и самого вида организационных преобразований в холдинге, так как большинство руководителей в основном опираются на собственный опыт, опыт родственных предприятий, собственную интуицию. Нередко выбранный путь становится ошибочным. Разработанный алгоритм (рис. 3) учитывает ключевое значение подобных изменений.

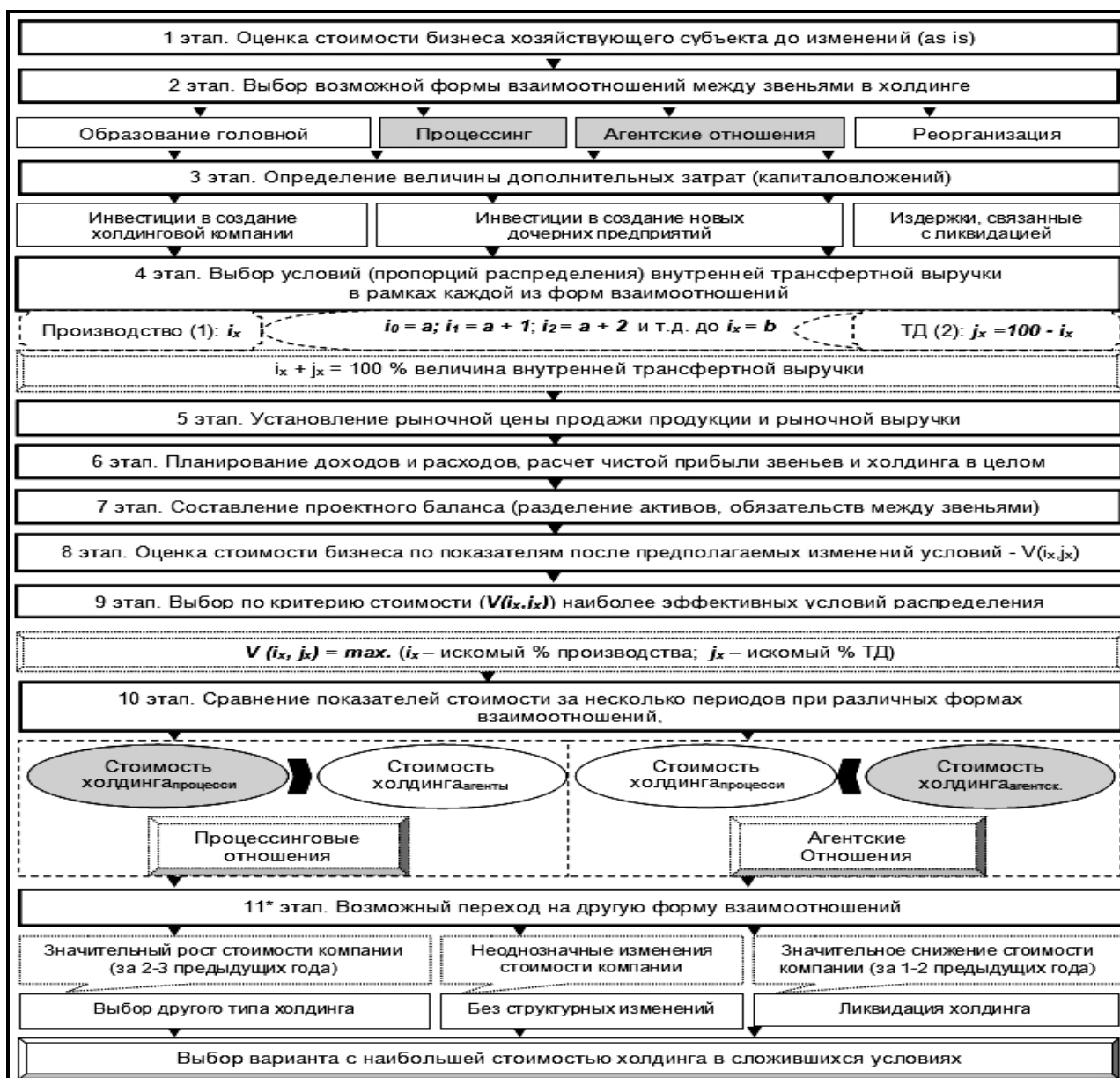


Рис. 3. Алгоритм управления стоимостью холдинга

Рассмотрим управление стоимостью в холдинге в рамках двух основных форм взаимоотношений внутри холдинга: процессинговых и агентских отношений между производственными и сбытовыми предприятиями холдинга.

Критерием эффективности той или иной формы взаимоотношений внутри холдинга будем считать стоимость бизнеса и показатели добавленной стоимости:

- оценка по денежным потокам и остаточным прибылям;
- добавленная акционерная стоимость **SVA**;
- добавленная денежная стоимость **CVA**;
- денежная рентабельность инвестиций **CFROI** и др.

Подробно инструментарий представлен в следующих работах.

1. Разработка алгоритма проведения оценки стоимости предприятия [3].

2. Методические подходы к оценке стоимости предприятия [4].

Рассмотрим функционирование и варианты управления стоимостью холдинга в зависимости от распределения потоков в общем виде без управляющей компании как самостоятельного юридического лица (рис. 4), так как этому вопросу в наименьшей степени уделяется внимание в научной литературе. Сам подход вполне может быть отнесен и к тем и другим холдингам, однако финансовые потоки при наличии единой управляющей компании будут обязательно консолидироваться в ней. На предварительном этапе не указан процент оплаты (стрелки 1 и 3 на рис. 4), так как в каждом конкретном случае необходимо установить значения, при которых целевые функции стоимости компании и добавленной стоимости **V<sub>i</sub>** максимальны.

В зависимости от вида взаимоотношений между предприятиями внутри холдинга потоки 1, 2, 3, 4 (рис. 4) будут отличаться. Данные потоки описаны в табл. 1.

Таким образом, распределение активов и обязательств, доходов и расходов (этапы 6, 7) будет следующим (табл. 2).

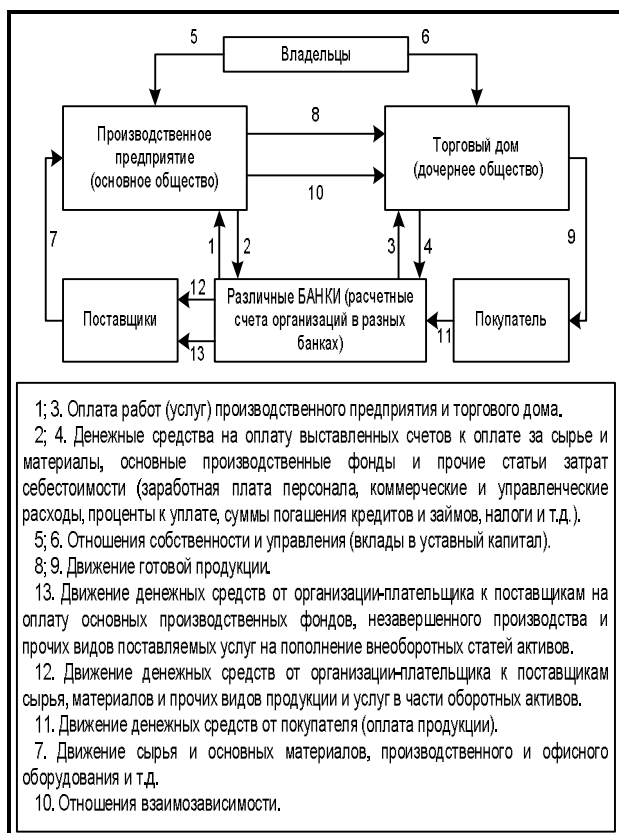


Рис. 4. Товарно-денежные потоки в холдинге

Таблица 1

ОПИСАНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ (I) МЕЖДУ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ХОЛДИНГА ПРИ РАЗЛИЧНЫХ ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЯХ

i	Процессинг	Агентские отношения
1	Оплата % за переработку от внутренней трансфертной выручки	Оплата % за производство продукции от внутренней трансфертной выручки плюс const% превышения рыночной выручки над внутренней трансфертной выручкой
2	Денежные средства по выставленным счетам к оплате без управленческих расходов, без счета к оплате затрат на сырье и материалы, счета к оплате коммерческих расходов и др. статьи себестоимости (меньшая часть от общей консолидированной величины по холдингу)	Денежные средства по выставленным счетам к оплате без управленческих расходов, счета к оплате затрат на сырье и материалы, коммерческих расходов и др. статьи себестоимости (большая часть от общей консолидированной величины по холдингу)
3	Оплата % за снабженческо-сбытовые операции от внутренней трансфертной выручки плюс const% превышения рыночной выручки над внутренней трансфертной выручкой	Оплата процента за сбыт продукции от внутренней трансфертной выручки
4	Счета к оплате затрат на сырье и материалы, коммерческие расходы и др. статьи себестоимости (большая часть от общей консолидированной величины по холдингу)	Счета к оплате затрат на сырье и материалы, коммерческих расходов и др. статьи себестоимости (меньшая часть от общей консолидированной величины по холдингу)

Таблица 2

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОСНОВНЫХ СТАТЕЙ АКТИВОВ, ДОХОДОВ И РАСХОДОВ МЕЖДУ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ХОЛДИНГА В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СХЕМ ВЗАИМОТНОШЕНИЙ

Распределяемая статья отчетности	Схема взаимоотношений	
	Процессинг	Агентская схема
Производственные запасы	Наибольшая доля ТД	Наименьшая доля ТД
Выручка	Наибольшая доля ТД	Наименьшая доля ТД
Управленческие расходы	Наибольшая доля ТД	Наибольшая доля ТД
Доля в совокупных чистых активах	Неоднозначно	Наименьшая доля ТД
Себестоимость	Наибольшая доля ТД	Наименьшая доля ТД
Коммерческие расходы	Наибольшая доля ТД	Наименьшая доля ТД

Следует отметить, что значение доли, приходящейся конкретному подразделению, зависит от отраслевой принадлежности холдинга, выполняемых функций, степени взаимозависимости и других условий.

Введено понятие внутренней «трансфертной выручки» – величина выручки от реализации продукции, распределяемая между подразделениями компании или компаниями внутри группы. Устанавливается либо руководством, либо в результате договорных отношений между предприятиями в зависимости от типа холдинга. Итоговым доходным показателем предприятий холдинга является доля участия во внутренней трансфертной выручке, оговариваемой сторонами в соглашениях между взаимозависимыми сторонами, и уже от ее величины пропорционально объемам и структуре товарного ассортимента на основании выбранного метода трансфертного ценообразования устанавливаются конкретные трансфертные цены, а не наоборот, как предполагает большинство авторов, рассуждающих об установ-

лени трансфертной цены на каждый вид продукции. В этом главное отличие позиции авторов.

Подразумевается установление границ распределения внутренней «трансфертной выручки» подразделений ( $a$  – нижняя,  $b$  – верхняя), которые определяются минимальной окупаемостью затрат (себестоимости и коммерческих расходов, без управленческих и иных статей расходов) производства и торгового дома. Далее в пределах этих границ составляется модифицированная отчетность. В каждом конкретном случае необходимо установить значения  $I_x$  – доли производственного подразделения,  $J_x$  – доли ТД во внутренней трансфертной выручке, при которых целевые функции стоимости компании и добавленной стоимости  $V_i$  максимальны. Таким образом, установление оптимального процента распределения внутренней трансфертной выручки внутри холдинга рассматривается как ключевой этап в управлении стоимостью интегрированных структур.

На этапе 9 выбора наиболее эффективных условий взаимоотношений между предприятиями не всегда выбор процента однозначен, так как во внимание следует принимать большое число стоимостных показателей, величина которых максимальна не всегда при одной и той же величине процента, тогда выбор следует делать исходя из большего числа совпадений или по целевым мотивам. В рамках этапа 10 по главному критерию стоимости, а также по другим объективным причинам предлагается целесообразный выбор конкретной формы взаимоотношений.

Этап 11\* и возможный переход на другую форму взаимоотношений обусловлен не только и не столько стоимостью самого холдинга, сколько внешними условиями. Так, в условиях мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., выход для небольших холдингов – только реструктуризация, в то время как крупные холдинги еще могут функционировать, хотя и с вероятностью убытков.

В случае, когда стоимость холдинга растет с постоянными темпами роста, наиболее вероятными вариантами выступает возможность перехода к обычному виду холдинга с управляющей холдинговой компанией во главе и, конечно, расширение сфер деятельности самого холдинга в связи с образованием новой структуры.

Таким образом, разработанная модель управления является типичной не только для квазихолдингов, но и для всех типов холдингов, за исключением финансового и банковского.

## УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ НА ПРИМЕРЕ ХИМИЧЕСКОГО КВАЗИХОЛДИНГА

Создание нового общества – торгового дома (ТД) на базе производственного химического предприятия подразумевает капиталовложения на сумму в 50 млн. руб.

В целом по химическому холдингу отмечено, что стоимость компании в целом по итогам 2004-2008 гг. незначительна и тенденция сокращения характерна с момента создания холдинговой структуры. Причина – в неправильном распределении потоков между предприятиями. По результатам апробации авторского алгоритма управления получены следующие результаты. Для агентской схемы взаимоотношений выручка ТД должна находиться в границах от 11% до 20% от общей внутренней трансфертной выручки, а при использовании процессинга выручка производства должна составлять от 34% до 42% от общей внутренней трансфертной выручки.

На этапе распределения потоков выручки важным условием выступает конкретный процент, приходящийся каждому подразделению в виде оплаты услуг (работ). Осуществлен поиск данной величины в рамках двух основных форм взаимоотношений. Результаты представлены в табл. 3 и 4.

По данной компании в рамках процессинга целесообразнее было бы использовать 32% от внутренней трансфертной цены на оплату услуг производства за переработку сырья и материалов, поступающих от торгового дома. Хотя в данном случае ответ не однозначен. Именно при таком условии процессинга стоимость квазихолдинга наибольшая по скорректированной стоимости  $V_{\text{скоррект.}}$ . Наибольшее значение добавленной денежной стоимости компании  $CVA$ , свидетельствующее о стратегических перспективах развития холдинга не только с точки зрения акционеров, но и других стейкхолдеров, достигается также при 32% отдачи производственному звену. Однако величина  $CVA$  отрицательна, следовательно, инвесторы не получили желаемый уровень доходности, и инвестиции «разрушаются».

Таблица 3

### ВАРИАНТЫ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДАВАЛЬЧЕСКОЙ СХЕМЫ В ХОЛДИНГЕ

Показатели стоимости ( $V_i$ )	Оплата % производству за оказание услуги по переработке сырья и материалов							
	29	30	31	32	33	34	35	36
1. $V_{\text{fct}} - d (g = 0,3)$	59 299,35	56 993,67	51 563,24	60 523,58	43 160,92	39 589,29	30 689,76	20 938,01
2. $V_{\text{reoi}} - d (g = 0,5)$	10 2165,83	110 121,52	113 122,51	122 988,89	123 613,95	129 756,45	131 895,78	132 179,99
3. $V_{\text{NA}} (g = 0,2)$	203 968,75	209 157,97	214 328,76	219 508,77	224 688,77	229 868,77	235 023,79	238 960,59
4. $V_{\text{скоррект.}} - d$	109 666,47	113 990,46	114 895,98	123 553,27	119 693,01	122 728,77	122 159,58	120 163,51
5. $SVA$	-121 575,69	-112 648,00	-141 270,04	-153 073,63	-164 857,40	-161 216,11	-188 136,48	-177 440,90
6. $CVA$	-95 781,11	-91 070,90	-89 513,29	-53 294,44	-84 183,65	-79 997,66	-77 601,34	-76 469,86
7. $CVA$ через $CFROI$	72 427,68	64 603,96	57 954,41	52 281,44	47 464,90	43 393,53	39 584,42	36 916,57
8. Выбор варианта $V_i$	$V_7 = \max$	$V_5 = \max$	-	$V_{1,4,6} = \max$	-	-	-	$V_{2,3} = \max$

Таблица 4

### ВАРИАНТЫ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ АГЕНТСКОЙ СХЕМЫ В ХОЛДИНГЕ

Показатели стоимости ( $V_i$ )	Оплачиваемый процент ТД за оказание услуги по сбыту готовой продукции							
	10	11	12	13	14	15	16	17
1. $V_{\text{fct}} - d (g = 0,3)$	18 037,10	141 983,49	51 825,01	61 852,85	73 810,03	87 507,67	98 170,47	104 624,10
2. $V_{\text{reoi}} - d (g = 0,5)$	196 116,09	204 470,71	196 783,25	196 841,69	197 180,40	198 797,03	195 517,90	192 720,75
3. $V_{\text{NA}} (g = 0,2)$	283 036,58	278 306,37	273 576,15	268 845,94	264 115,73	259 385,52	254 655,30	249 925,09
4. $V_{\text{скоррект.}} - d$	186 576,44	200 491,68	168 654,36	170 745,89	173 556,36	177 527,92	178 141,15	177 732,62
5. $SVA$	-84 780,04	-96 423,99	-108 192,80	-119 583,39	-112 374,42	-117 346,05	-169 454,20	-194 997,72
6. $CVA$	-9 360,58	68 736,582	-371,93	-5 699,51	-8 199,11	-9 168,68	-11 206,28	-15 662,90
7. $CVA$ через $CFROI$	35 581,87	35 647,37	34 237,23	33 083,71	32 213,10	31 654,98	31 443,20	3 0857,43
8. Выбор варианта $V_i$	$V_{1,5} = \max$	$V_{1,2,4,6,7} = \max$	-	-	-	-	-	-

При этом величина денежной рентабельности инвестиций **CFROI** по компании снижается с увеличением процента производственного подразделения при одновременном увеличении одноименного показателя по торговому дому. Поэтому **CVA**, выраженная через **CFROI**, имеет положительную величину и достигает максимального значения при 29%. Добавленная акционерная стоимость компании **SVa** наибольшая при 30%, а с увеличением отдачи производству она сокращается. Таким образом, отрицательная величина **SVa** свидетельствует о том, что дополнительная выгода собственникам от этих изменений не наблюдается.

Из табл. 3, согласно алгоритму, видно, что данной компании целесообразнее использовать в рамках агентских отношений следующее условие: 11% от внутренней трансфертной выручки продукции – торговому дому, а производству соответственно 89% от внутренней трансфертной выручки и всю сумму разницы между внешней и внутренней трансфертной выручкой продукции. Именно при таком условии агентских отношений стоимость квазихолдинга наибольшая по скорректированной стоимости  $V_{\text{скоррект.}}$ , равной средневзвешенной величине стоимости компании по денежным потокам **FCF**, остаточным прибылям **REOI** и чистым активам ( $V_{\text{нд}}$ , затратный подход) с весами **g**. Наибольшее значение добавленной денежной стоимости компании **CVA**, свидетельствующее о стратегических перспективах развития холдинга не только с точки зрения акционеров, но и других стейкхолдеров, достигается также при 11% отдаче ТД. Что также свидетельствует о том, что инвесторы получили желаемый уровень доходности, и инвестиции не разрушаются. Однако добавленная акционерная стоимость компании **SVa** наибольшая при 10%, а с увеличением отдачи торговому дому она уменьшается. Таким образом, дополнительная выгода собственникам от этих изменений не наблюдается. При этом величина денежной рентабельности инвестиций **CFROI** по компании растет с увеличением процента сбытового подразделения при одновременном снижении одноименного показателя по производству.

Как видно из табл. 3 и 4, наибольшая стоимость и соответственно эффективность холдинга наблюдается при агентских отношениях с 11% отдачей торговому дому. Поэтому рекомендуем выбрать агентские взаимоотношения.

К основным пунктам научной новизны данного исследования можно отнести следующие.

1. Предложен авторский подход к классификации холдинговых структур, получивших распространение в РФ, отличающийся от существующих тем, что позволяет выделить все критерии и виды холдинговых структур, что способствует четкому восприятию информации при определении типа таких структур.
2. Разработан авторский алгоритм управления стоимостью холдинга, обосновывающий выбор формы и условий взаимоотношений производственных и сбытовых предприятий в рамках российских холдинговых структур.
3. Предложен авторский подход установления внутренней трансфертной выручки продукции между дочерними предприятиями холдинга.

По результатам рассмотрения различных вариантов форм и условий взаимоотношений в холдинге выбран оптимальный, позволяющий генерировать прирост стоимости как холдинговой компании в целом, так и отдельных элементов, но в первую очередь производственного звена.

Распределение денежных потоков между предприятиями является фундаментом, закладывающим основу эффективного управления финансами холдинга.

*Базанкова Вера Сергеевна*

*Зайцев Виктор Александрович*

## Литература

1. Аникандров А.А. Развитие дистрибьюторских сетей реализации продукции при реорганизации компании в холдинговые структуры [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук / А.А. Аникандров. – Волгоград, 2007. – 23 с.
2. Базанкова В.С. Холдинговые структуры: специфика российских компаний [Текст] / В.С. Базанкова, А.С. Бруслова // Проблемы экономики, финансов и управления производством : сб. науч. трудов вузов России. – Вып. 26. – Иваново : ИГХТУ, 2009. – С. 13-25.
3. Базанкова В.С. Методические подходы к оценке стоимости предприятия [Текст] / Базанкова В.С., Бруслова А.С. // Экономические системы: моделирование, анализ и прогнозирование / под ред. проф. В.А. Зайцева; ГОУ ВПО Иван. гос. хим.-технол. ун-т. – Иваново, 2008. – С. 308-337.
4. Базанкова В.С. Разработка алгоритма проведения оценки стоимости предприятия [Текст] / Базанкова В.С. // Современные наукоемкие технологии. – 2009. – №4. – С. 18-27.
5. Зубарева И.Е. Законопроект о трансфертном ценообразовании будет принят уже в этом году [Электронный ресурс] / И.Е. Зубарева // Финансовые и бухгалтерские консультации. – Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
6. Псарева Н.Ю. Совершенствование холдинговых отношений в промышленности России: теоретические и методические аспекты [Текст] : автореф. дисс. ... д-ра экон. наук / Н.Ю. Псарева. – М., 2003. – 429 с.
7. Сафарова Е. Трансфертные цены в холдингах [Электронный ресурс] / Сафарова Е. // Клуб главных бухгалтеров. – 2010. – №2. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
8. Федоренко В. Госдума рассмотрит поправки о трансфертном ценообразовании [Электронный ресурс] / В. Федоренко // РИА-Новости : официальный сайт. URL: <http://www.rian.ru/economy/20100219/209872962.html>.
9. Хмельницкая О.В. Оптимизация формирования трансфертных цен [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук / О.В. Хмельницкая. – М., 2004. – 110 с.

## Ключевые слова

Холдинг; взаимозависимость; виды холдингов; трансфертное ценообразование; внутренняя трансфертная цена; процессинг; агентские отношения; распределение денежных потоков; стоимость; алгоритм управления стоимостью холдинга.

## РЕЦЕНЗИЯ

Традиционно компании измеряли свой успех, используя для этого различные показатели, в частности, маржинальную прибыль, уровень доходности активов и инвестиций; о жизнеспособности инвестиций судили, опираясь на расчет дисконтированных денежных потоков и чистой приведенной стоимости. В то же время акционеры измеряют показатели деятельности, применяя для этого другие индикаторы, например, доходность акции, соотношение цены и доходности. В настоящее время существует широко распространенное мнение, что многие бухгалтерские операции осуществляются на основе субъективных суждений руководства. Поэтому прибыль становится сложным и неоднозначно толкуемым показателем. Необходимость разорваться в факторах ценности для акционеров была признана многими организациями, что привело к тому, что за последние годы темпы роста производства, маржа и доходность капитала у многих зарубежных компаний были выше среднеотраслевых значений. Так на смену всем предыдущим подходам пришла теория А. Рапполорта **VBM**, которая объединила акционеров и менеджеров на основе общего подхода к измерению показателей функционирования компании.

Особое значение стоимостная концепция управления бизнесом приобретает в процессе управления холдинговыми структурами в Российской Федерации. Однако теоретические и практические аспекты ценностного управления применительно к холдингам практически не разработаны. Все вышесказанное подтверждает целесообразность и актуальность материалов рецензируемой статьи.

На первом этапе исследования авторы очень тщательно подходят к изучению правовых и экономических подходов к трактовке холдинга. К особой заслуге авторов можно отнести систематизацию всех существующих подходов к типизации холдинговых структур, что позволило предложить их авторскую классификацию. Логическим продолжением исследования выступает этап формирования единого алгоритма управления стоимостью холдинга, где акцентируется внимание на выборе различных форм взаимодействия между взаимосвязанными предприятиями по критерию стоимости. В последней части статьи авторы апробируют предложенный алгоритм на примере квазихолдинга химической промышленности.

По мнению рецензента, научные результаты, представленные в данной статье, обладают признаками научной новизны и практической значимости.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

*Ермолаев М.Б., д.з.н., профессор ГОУ ВПО «Ивановский государственный химико-технологический университет»*

### 3.10. CREATING OF VALUE BASED MANAGEMENT ALGORITHM OF HOLDING STRUCTURES IN RUSSIA

V.S. Bazankova, the Post-graduate Student of the Faculty  
of Economics and Finance;

V.A. Zaitsev, Doctor of Technical Science, the Professor,  
Head of the Faculty of Economics and Finance

*Ivanovo State University of Chemistry and Technology*

In article theoretical and methodical bases of value based management of the holding companies in Russia are considered. The special attention is given to specification and classification of the Russian holdings, transfer pricing and intraholding relations (as processing and agency). The algorithm of value based management, an assuming choice of the form and conditions of mutual relations inside of holding is offered. The author shows the results of applying the algorithm for chemical kvaziholding.

#### Literature

1. A.A. Anikandrov. The development of distribution sales networks at the company's reorganization into the holding structure [Text]: abstract of a thesis ... candidate of economics science / A.A. Anikandrov. – Volgograd, 2007. – 23 p.
2. V.S. Bazankova. Holding structure: the specificity of Russian companies [Text] / V.S. Bazankova, A.S. Brusova // Proceedings of the universities of Russia «Problems of Economics, Finance and Production Management» (twenty-sixth edition). – Ivanovo: ISUCT, 2009 – p.13-25.
3. V.S. Bazankova. Methodical approaches to the enterprises valuation [Text] / V.S. Bazankova, A.S. Brusova // Economic Systems: Modeling, Analysis and Forecasting (Chapter 18) / Edited by prof. V.A. Zaitsev, GOU VPO Ivanovo State University of Chemistry and Technology. Ivanovo, 2008. – p. 308-337.
4. V.S. Bazankova. Algorithm design of implementation of enterprise valuation [Text] / Bazankova V.S. // Modern high technologies. – 2009. – №4. – p. 18-27.
5. I.E. Zubareva. The transfer pricing act will be adopted later this year [electronic resource] / I.E. Zubareva // «Financial and accounting advice». – Reference and Legal System Consultant Plus. Accounting newspapers and books – 2009 – №5.
6. N. Psareva. Improvement holding relations in Russian industry: theoretical and methodological aspects [Text] : doctoral thesis ... dr. of economics science / N.Y. Psareva. – M. – 2003. – 429 p. with illustrations.
7. E. Safarova. Transfer Pricing in holdings [electronic resource] / E. Safarova / Club chief accountants. – Reference and Legal System Consultant Plus. Accounting newspapers and books – 2010 – №2
8. V. Fedorenko. The State Duma will consider amendments to transfer pricing [electronic resource] / Fedorenko V. // RIA-Novosti: Official Site. URL: <http://www.rian.ru/economy/20100219/209872962.html>
9. O.V. Khmelnytsky. Optimization of the transfer pricing forming [Text]: abstract of a thesis ... candidate of economics science / O. Khmelnytsky. – M., 2004. – 110 p.

#### Keywords

Value; holding company; interdependency; kinds of holdings; transfer pricing; internal transfer price; processing; agency relations; distribution of cash flows; value; value based management algorithm of holding.