

Управление капиталом холдинговых компаний можно считать самым «корпоративным» и самым сложным разделом рубрики. Это связано с особой организацией корпоративного потока денежных средств и неизбежным возникновением «рукотворного» внутреннего рынка капитала. Работая как бы на двух типах рынков капитала, холдинги притягивают к себе внимание с точки зрения изучения общих и особых процессов в их развитии. В сегодняшнем выпуске представлены статьи, в которых вынесены на обсуждение вопросы развития инфраструктуры и механизмов этого «доморощенного» рынка капитала, от работы которого зависят результаты деятельности холдинговых компаний.

Ведущая рубрики — Ирина Ивашковская

# 38 | Центры СТОИМОСТИ



**Ирина Ивашковская**  
зав. кафедрой экономики  
и финансов фирмы ГУ ВШЭ,  
канд. экон. наук, профессор  
E-mail: [eff@hse.ru](mailto:eff@hse.ru)

Формирование внутрикорпоративных финансовых отношений между холдингами начинается с продуманного разграничения ролей и ответственности всех подразделений. Собственное здание финансовой структуры выстраивается из кирпичиков уже устоявшегося и нового опыта других, собственных ошибок и находок. Каких ловушек необходимо избегать? Куда направлен вектор развития финансовой структуры?

## **«Финансовый конструктор» компании**

Выбор финансовой структуры необходим любой компании. Чем сложнее ее бизнес-модель и организационное построение, тем важнее продуманное разграничение ответственности за формирование корпоративного результата. Выделение центров финансовой ответственности — это своего рода «финансовый конструктор»: обозначая полномочия и ответственность всех звеньев, корпоративная штаб-квартира использует создаваемые центры в качестве инструмента

конструирования плановых заданий и отслеживания их реализации, планирования, перемещения потоков денежных средств и оборота капитала.

*Первое*, традиционно низовое звено — *центр затрат (ЦЗ)* — отвечает за достижение целевого объема выпуска продукции в физических единицах, нормативы расходования ресурсов на единицу продукции, ее качество и соответствие выбранному корпоративному стандарту и ассортименту. Полномочия менеджмента ЦЗ не выходят за пределы контроля качества и величины пере-

менных и постоянных расходов, а также организационных аспектов эффективности бизнес-процессов. Вопросы оптимальности объема выпуска, продуктового ассортимента не входят в его компетенцию, поскольку эти решения требуют других знаний и навыков. Финансовое управление такими центрами построено на отклонениях от бюджетного задания по выпуску, структуре выпуска, издержкам, эффективности использования элементов оборотного капитала.

Вопросы взаимодействия с потребителями, выстраивания сбытовой цепочки — это сфера ответственности *второго типа центров — центров доходов (ЦД)*. Менеджмент этих центров получает задания по объемам продаж в стоимостном выражении и должен обеспечивать для их выполнения мониторинг и изучение рынков, анализ и построение эффективных схем каналов распределения продукции, контроль за возникающими в этих бизнес-процессах затратами. Здесь нужны иные специфические знания, поэтому центрами доходов становятся маркетинговые подразделения. Финансовый результат *ЦД* — выручка от продаж и вклад в формирование прибыли, или маржинальный доход (*contribution margin*), который образуется при вычитании из выручки переменных расходов. Финансовое управление *ЦД* строится на анализе отклонений от бюджетов продаж и бюджетов маркетинговых расходов.

*Третий тип центров — это центры прибыли (ЦП)*, обладающие более широкими полномочиями в операционных решениях: ценовая политика и формирование рентабельности продаж входящих в него *ЦЗ*, выбор рынков и иногда — частичная ликвидация активов (прежде всего, товарных запасов). Однако менеджмент *ЦП* не принимает самостоятельных решений о том, что именно производить и куда размещать капитал.

Направления размещения капитала, комплектование портфеля инвестиционных проектов находятся в руках у *четвертого типа центров — центров инвестиций (ЦИ)*, и это наиболее высокий уровень финансовой ответственности. Принимая ответственность за инвестиционные решения, менеджмент центра этого типа в отличие от *ЦП* должен быть также наделен правом покупки и продажи активов, которые он сочтет неэффективными. Выделение в структуре компании *ЦИ* необходимо, когда для разработ-

Рис. 1. Способы измерения показателя для оценки ЦП

<b>Выручка</b>
– Контролируемые переменные затраты: «внешние» покупки «внутренние» покупки
<b>= Вклад в прибыль (маржинальный доход)</b>
– Контролируемые постоянные затраты: контролируемые в коротком периоде контролируемые в долгосрочном периоде распределенные корпоративные услуги
<b>= Контролируемая прибыль</b>
– Неконтролируемые, но выделяемые накладные затраты
<b>= Прямая прибыль</b>
– Неконтролируемые, не выделяемые накладные затраты
<b>= Прибыль до налога на прибыль</b>
– Относимый корпоративный налог на прибыль
<b>= Чистая прибыль</b>

ки инвестиционной политики, анализа потенциальных проектов, построения оценок их выгод и рисков, прогнозов развития отрасли и конкуренции нужны специфические знания, и их носителем в большей мере является менеджмент непосредственно в подразделениях, а не корпоративный центр. Для повышения эффективности использования специфических знаний, придания компании гибкости целесообразно не стремиться дублировать их в корпоративных штаб-квартирах. Поэтому исторически *ЦИ* впервые возникли в компаниях, имеющих дело с достаточно разнообразными рынками и продуктами. Поэтому контроль за деятельностью *ЦИ* со стороны корпоративного центра обычно строится на установлении заданий по эффекту от инвестиций на основе показателя *доходности вложенного капитала (return on investment, ROI)*, который увязывает инвестиции *ЦИ* и полученные в нем прибыли. Иными словами, *ЦИ* — это единица ответственности за стратегические решения, и поэтому его деятельность оценивается через результативность портфеля реализованных и начатых в данном подразделении проектов.

Таким образом, традиционный «финансовый конструктор» дает возможность построить здание из четырех уровней (*ЦЗ, ЦД, ЦП, ЦИ*), в котором финансовая ответственность описывается бухгалтерскими показателями.

### Ловушки традиционной финансовой структуры

*Первая ловушка бухгалтерской оценки* — это проблема *инфляции*, основанная на ведении бухгалтерского учета по историческим ценам приобретения. Так, в периоды инфляционного роста цен показатель *ROI*, которым оценивают успешность *ЦИ*, скорее всего будет искусственно завышен, поскольку знаменатель

этого показателя — инвестиции — оценивается преимущественно в старых ценах (активы от прошлых инвестиций), и только новые инвестиции будут оценены по текущим рыночным ценам. Поэтому центры с более новыми активами могут заведомо выглядеть по доходности капитала хуже, чем те, где в текущем периоде не были осуществлены масштабные инвестиции. Инфляционное искажение показателя доходности капитала может также мешать принятию эффективных инвестиционных решений, если правила их анализа предусматривают сопоставление расчетных показателей доходности проектов с уже достигнутыми в *ЦИ* показателями доходности капитала, ведь по новым инвестициям оценки будут сделаны в новых ценах.

Возможное средство устранения подобных искажений — коррекция данных, выражение их в сопоставимых ценах. Техника сопоставления выбирается корпоративным центром, который может применить наиболее простую технологию — индексацию бухгалтерских данных на основе общего индекса инфляции (цены потребительской корзины) или специфических отраслевых показателей либо предложить более сложные варианты — учета в текущих ценах. Любая из технологий потребует переоценить как сами активы *ЦИ*, так и амортизационные отчисления, и это, безусловно, снимет часть искажений. Однако надо признать, что могут существовать определенные барьеры для внедрения таких коррекций. К примеру, вознаграждение менеджерам корпоративного центра и центров финансовой ответственности может формироваться на основе традиционных, нескорректированных данных учета, и тогда инфляционные эффекты благоприятно сказываются на величине бонусов и не побуждают к переменам.

*Второй тип ловушки* — это *ловушка границ показателя*. Она ярко проявля-

Рис. 2. Инвестиционная база ЦИ

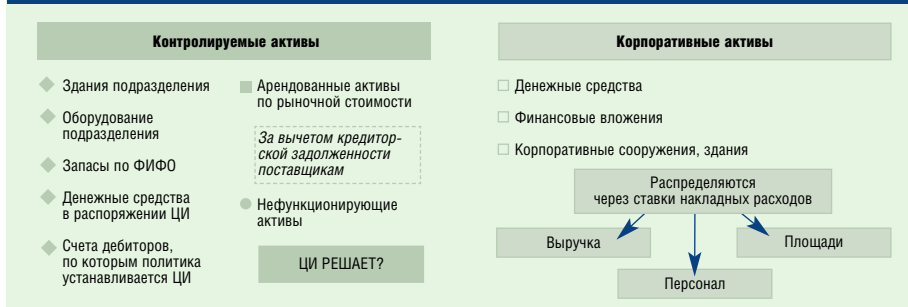
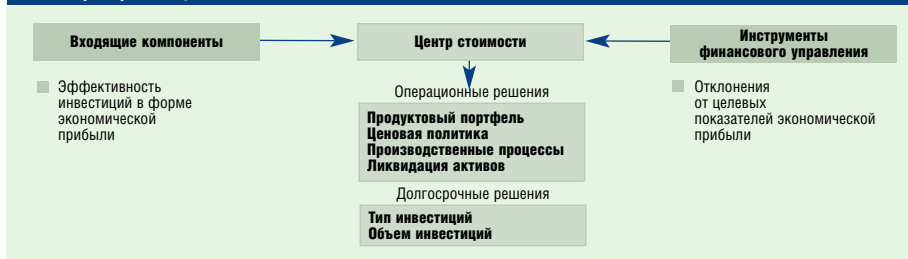


Рис. 3. Характеристики ЦС



ется уже в деятельности ЦП, поскольку стандартный показатель прибыли отражает как расходы, которые вытекают из решений этого уровня ответственности, так и расходы, являющиеся результатами действий более высоких уровней ответственности. Для определения правильных границ прибыли ЦП полезно расслоить его, исходя из соображений степени подконтрольности расходов, как показано на рис. 1. На каком из шагов в расчетах прибыли остановиться: контролируемая прибыль, прямая прибыль или стандартные показатели прибыли? Это вопрос решения корпоративного центра и при соответствующей корпоративной культуре — его договоренности с самими ЦП.

Ловушка границ показателя ЦИ более многогранна, ведь здесь возникают не только вопросы о показателе прибыли, но и проблема очерчивания рамок так называемой *инвестиционной базы*. Что включать в знаменатель и считать активами ЦИ в формуле расчетов целевых, а затем и фактически достигнутых показателей доходности капитала?

Инвестиционную базу ЦИ необходимо определять исходя из принципа *контролируемых активов* (см. рис. 2). Активы, которые формально используются в ЦИ, но не являются непосредственно подконтрольными, не должны искажать получаемый результат. Поэтому понадобится очертить круг контролируемых менеджментом ЦИ основных средств, провести анализ элементов оборотного капитала, чтобы вычленил неподконтрольные.

Обычно возникает проблема денежных средств и краткосрочных финансовых вложений в ценные бумаги, поскольку эти активы контролируются казначейством компании. Если менеджмент ЦИ не определяет самостоятельно политику продаж, условия предоставления рассрочек по оплате, то возникнет и проблема вычленения счетов дебиторов. Разделение активов, используемых ЦИ, на неконтролируемые и на инвестиционную базу — это важный шаг и объект переговоров с корпоративным центром. С ним тесно связан и второй шаг — выработка норм отнесения неконтролируемых активов в расчет показателя инвестиционной базы. Этот шаг нужен, чтобы создать возможность сопоставления сконструированного показателя доходности для ЦИ и бухгалтерской доходности капитала (ROI), достигнутой другими компаниями сопоставимого профиля. Ведь в составе данных, из которых будут рассчитаны эти «внешние» показатели доходности, представлены все активы, включая общекорпоративные. Безусловно, нормы всегда будут в известной мере субъективными, и они могут опираться, как показано на рис. 2, на разные основы, тем не менее их применение корпоративным центром позволяет менеджменту ЦИ «ощущать планку» отрасли.

Существуют также и технические аспекты определения инвестиционной базы, связанные с методикой подсчета: брать ли данные как простые средние или учитывать их по состоянию на конец периода?

Наконец, ловушка границ показателя инвестиционной базы может рассматриваться и в связи с проблемой аренды части активов. Арендные активы приносят доходы, а значит, способствуют увеличению числителя в формуле доходности капитала, но формально могут не признаваться активами и оставаться за пределами балансовой информации. Если следовать формальному критерию, доходность капитала (ROI) будет механически расти в случае замены купленных активов на арендованные. И это может создавать иллюзию роста результативности ЦИ. Степень угрозы ошибки в оценке деятельности ЦИ может возрасти еще и потому, что решения об аренде активов в таких ситуациях могут диктоваться не соображениями экономической эффективности по сравнению с их покупкой, а стремлением получения быстрого «улучшения» показателя, за который отчитывается ЦИ. Поэтому включение арендованных активов в инвестиционную базу было бы обоснованно.

Рассмотренные инструменты помогают сбалансировать интересы в рамках традиционной финансовой структуры сложных по организационному построению компаний. Однако они не дают выхода из всех ловушек управления капиталом таких компаний, поскольку лежат только в плоскости традиционной аналитики и подходов к измерению результата деятельности.

## Центры стоимости

Серьезная проблема использования «финансового конструктора» в холдингах связана с самой *природой бухгалтерских измерителей* — их оторванностью от инвестиционного риска и требуемой за риск доходности капитала. Отслеживание соответствия фактически заработанной доходности и той, которую надо создать для компенсации инвестиционных рисков, важно как для многоэтажных, так и для более простых оргструктур, для диверсифицированных и, напротив, сфокусированных компаний. Применительно к холдингам эта проблема все-таки заслуживает особого внимания, поскольку такое построение компании предполагает крупные масштабы бизнеса, цепочки сложных зависимостей, мультипликативное влияние на отраслевые результаты и во-

влекает в свою орбиту значимые слои инвесторов.

Возможное решение лежит в области выхода за границы стандартного бухгалтерского подхода к определению результата деятельности, а значит, и границ ответственности структурных единиц. Управление крупным капиталом и капиталом, нацеленным на расширение «границ владений», более всего требует перевода бизнес-аналитики на новый финансовый язык. Это означает необходимость видения движения такого капитала через призму *создаваемой стоимости бизнесов*. Компании, которые уловили эту необходимость, применяют для оценки результатов показатели *экономической прибыли*<sup>1</sup>, а не традиционной бухгалтерской. Устанавливая задания по эффективности, такие компании учитывают дополнительный тип затрат — *затраты на капитал (capital charge)*, которые отражают, с одной стороны, ставку затрат на собственный капитал (*cost of equity, Ke*), требуемую за риск, а с другой стороны — величину *инвестированного собственниками капитала (equity, E)*. При определении результата затраты на собственный капитал вычитаются из чистой прибыли (*net income, NI*):

$$EP = NI - K_E \times E$$

Вычитание таких необычных, неясных затрат — это взгляд на результат компании с точки зрения альтернатив получения собственниками доходов при схожем уровне инвестиционного риска. Поэтому полученный показатель результата представляет собой экономическую прибыль (*economic profit, EP*), т. е. прибыль, рассчитанную с целью возмещения упущенной выгоды собственника компании. И он полнее характеризует реальные достижения или провалы в действиях менеджмента с точки зрения инвесторов<sup>2</sup>. Если *EP* — положительная величина, то результаты компании лучше, чем выгоды, которые инвесторы с таким же риском могли получить за ее пределами. Положительная величина *EP* — признак увеличения

стоимости бизнеса за данный период. Иными словами, *EP* — показатель изменения стоимости бизнеса и может рассматриваться на годовом или более коротком горизонте. Отталкиваясь от такого видения результата, корпоративный центр формирует полномочия в финансовой структуре всей компании. Поэтому вместо *ЦИ* появляются *центры стоимости (ЦС)*, характеристики которых показаны на рис. 3. Несмотря на схожесть полномочий с *ЦИ*, появление в «финансовом конструкторе» *ЦС* — это признак более продвинутого типа управления, ориентированного на дополнительное отслеживание следующих процессов:

- зарабатывания доходности, превышающей затраты на капитал собственника;
- изменений в подлинной стоимости бизнеса для его владельцев;
- формирования стимулов к приращению стоимости бизнеса для владельцев.

Создание *ЦС* позволит предвидеть и избежать опасности неадекватного измерения результатов деятельности. Покрытие производственных и операционных расходов, создание бухгалтерской прибыли, достижение рентабельности капитала могут быть недостаточными с точки зрения задач и интересов собственника. Не всякая доходность капитала (*ROI*) — подлинная удача менеджмента. Иными словами, в центрах финансовой ответственности наиболее высокого уровня,

т. е. на *этаже стратегической ответственности за инвестиционный результат*, должен возникать поток денежных средств, позволяющий устойчиво создавать доходность капитала выше барьерной или требуемой инвесторами-собственниками компании.

Планирование финансового результата для всех остальных центров финансовой ответственности должно строиться от *целевого показателя экономической прибыли*, которым в современном финансовом анализе измеряется корпоративный успех, а значит, и результат применения «финансового конструктора» к конкретной холдинговой компании. Значит, изменяются и подходы к финансовому планированию.

Новые процессы в формировании финансовой структуры связаны с переменами в корпоративной финансовой аналитике, в деятельности корпоративного центра, в оценках работы менеджмента советами директоров.

ЖУК



Центр®  
Административного  
Менеджмента



**СОВРЕМЕННАЯ СИСТЕМА  
АДМИНИСТРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

**Основа высокой эффективности компаний**

Реальное повышение качества, производительности  
труда, снижение себестоимости продукции (услуг)

Система полностью адаптирована к специфике России

Семинары. Внедрение. Гарантия результата  
www.new-management.ru (095) 950-55-15, 680-80-18

<sup>1</sup> Роль такого анализа рассматривалась на страницах рубрики «Корпоративные финансы». См. Ивашковская И. Корпоративные финансы в некорпоративной России // *Управление компанией*. — 2004. — № 4. — С. 40—43.

<sup>2</sup> Возможны разные способы расчета показателя экономической прибыли, и впервые такой показатель появился под именем «остаточного дохода» (*residual income, RI*) в практике управленческого учета и стратегического анализа в крупнейшем холдинге *General Electric*.