

## Механизм формирования и управления синергетической стоимостью интегрированных корпоративных структур в электроэнергетической сфере

© 2010 Е.Н. Гунина

кандидат экономических наук, доцент

Южный федеральный университет, г. Ростов-на-Дону

E-mail: Gunina-helen@mail.ru

В статье рассмотрено формирование эффективной системы управления интегрированной структурой, направленной на реализацию стоимостного потенциала корпоративных образований как результата синергетического взаимодействия участников корпораций в электроэнергетической сфере.

*Ключевые слова:* корпорация, стоимость, электроэнергетика.

Проведенные в электроэнергетической отрасли реформирование и консолидация региональных генерирующих компаний в крупные интегрированные оптовые генерирующие компании (ОГК) и территориальные генерирующие компании (ТГК) вызывают значительный интерес с точки зрения анализа процессов трансформации интегрированных структур. Кроме того, особую значимость данному процессу придает тот факт, что он затрагивает сферу трансформации естественной монополии, на протяжении длительного времени представлявшей собой вертикально интегрированную структуру.

В результате проведенной трансформации первоначально существующую структуру вертикальной интеграции на региональном уровне, в основе которой лежало организационное единство составляющих, заменила система объединения направлений хозяйственной деятельности в рамках горизонтально интегрированных компаний. При этом рост стоимости корпоративной интегрированной структуры возможен только в случае эффективного управления процессами ее формирования. Механизм управления ими можно представить в виде последовательности действий по финансово-экономическому анализу с целью выявления ключевых факторов, оказывающих наибольшее влияние на величину стоимости, а также последующей разработки и реализации стратегии, имеющей целью максимизацию рыночной стоимости компании<sup>1</sup>.

Использование методологии системного и синергетического подходов к решению проблем управления стоимостью интегрированных корпоративных структур позволяет сформулировать закономерности их функционирования и развития, сформировать эффективную систему управления, направленную на реализацию стоимостного потенциала корпоративных образований как

результата синергетического взаимодействия участников корпораций.

При формировании системы управления стоимостью интегрированной корпоративной структуры в электроэнергетике существенно усиливается роль корпоративного центра, которую может выполнять либо один из участников, либо специально создаваемая участниками корпоративного объединения управляющая компания. В целях сохранения паритета интересов всех участников структуры второй случай является наиболее предпочтительным. В холдинговой структуре в качестве управляющей компании, как правило, выступает материнская компания. Таким образом, управляющая компания может действовать либо на основе интегрирующего принципа управления (в случае передачи функций управления участниками интегрированной структуры), либо на основе интегрирующего принципа собственности (в случае с холдинговой компанией), либо на основе сочетания этих двух принципов, что является наиболее эффективным. Сочетание финансового и управленческого механизмов позволяет совместить стратегический и оперативный контроль над стоимостью интегрированной структуры, что, в свою очередь, дает возможность обеспечить увеличение эффекта синергетической стоимости, который возникает в результате функционирования корпоративного объединения.

Первым шагом на данном пути является определение синергетической стоимости корпорации, понятие которой до настоящего времени использовалось лишь в качестве оценки эффекта корпоративных слияний и поглощений. С этой целью нам следует оценить доходную стоимость элементов корпорации.

Доходная стоимость дочерних обществ, входящих в состав корпорации, определяется по формуле

$$PV_{ДО} = \sum_{t=1}^T \frac{ДП_{ДОt}}{(1+WACC_1)^t} + \frac{ДП_{ДОТ+1} \cdot (1 - \frac{g}{WACC_1})}{(WACC_1 - g) \cdot (1+WACC_1)^T},$$

где  $WACC_1$  - средневзвешенная стоимость капитала дочернего общества;

$ДП_{ДОt}$  - денежный поток в период времени  $t$ ;  
 $T$  - число периодов.

Доходная стоимость управляющей компании определяется по формуле

$$PV_{УК} = \sum_{t=1}^T \frac{ДП_{УКt}}{(1+WACC_2)^t} + \frac{ДП_{УКТ+1} \cdot (1 - \frac{g}{WACC_2})}{(WACC_2 - g) \cdot (1+WACC_2)^T},$$

где  $WACC_2$  - средневзвешенная стоимость капитала управляющей компании.

И, соответственно, доходная консолидированная стоимость интегрированной структуры определяется по формуле<sup>2</sup>

$$PV_{УК} = \sum_{t=1}^T \frac{ДП_{ИСт}}{(1+WACC_3)^t} + \frac{ДП_{ИСт+1} \cdot (1 - \frac{g}{WACC_3})}{(WACC_3 - g) \cdot (1+WACC_3)^T},$$

где  $WACC_3$  - средневзвешенная стоимость интегрированной структуры.

На базе приведенных формул можно ввести понятие синергетического эффекта стоимости интегрированной структуры. Синергетический эффект корпорации - это разница между доходной стоимостью корпорации и стоимостью ее бизнес-единиц:

$$SE = PV_{ИС} - (PV_{УК} + \sum PV_{ДОn}^K),$$

где  $PV_{ДОn}^K$  - доходная стоимость доли владения корпорации в дочернем обществе  $n$  как независимой компании.

Таким образом, синергетическая стоимость корпорации составляет:

$$SV = PV_{УК} + \sum PV_{ДО} + SE.$$

Совокупность источников синергетической стоимости интегрированной структуры имеет достаточно широкий диапазон и может быть сгруппирована по основным направлениям (рис. 1).

Для крупной интегрированной структуры в зависимости от степени интеграции, стадии жизненного цикла интегрированной структуры, продуктивно-технологического типа совокупность эффектов синергетической стоимости существенно различается, как и выборы наиболее значимых составляющих эффекта, которые оцениваются на основе соотношения результатов с затратами. При этом значимость эффекта должна быть достаточна и целесообразна на уровне всей структуры в целом и на уровне отдельных ее составляющих.

Составляющими синергетического эффекта могут быть синергетический субэффект от эффекта масштаба, синергетический субэффект от увеличения акционерной стоимости, синергетический субэффект от оптимизации налоговых платежей, синергетический субэффект от увеличения рыночной власти, синергетический субэффект от повышения эффективности корпоративного управления, синергетический субэффект от использования трансфертных цен и т.д.

В частности, к составляющим синергетического эффекта, определяющим синергетическую стоимость интегрированных структур в сфере генерации электроэнергии, по нашему мнению, относятся:

1) экономия на сокращении управленческого персонала за счет централизации управленческих функций;

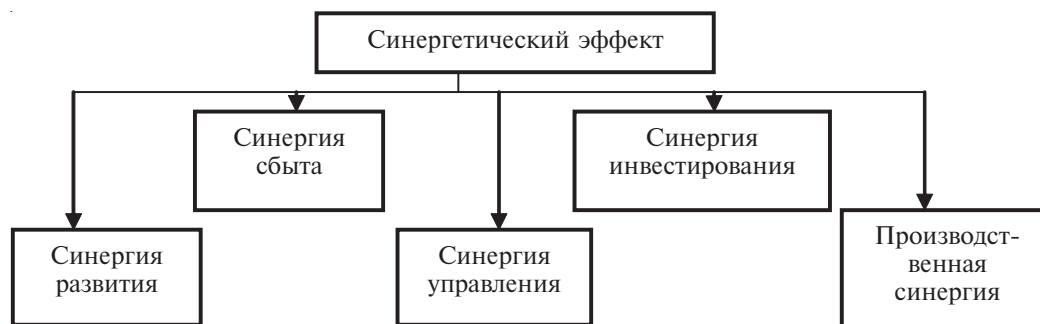


Рис. 1. Совокупность синергетических эффектов интеграционного взаимодействия

2) экономия на закупке топлива у единого поставщика за счет скидки на масштабе;

3) экономия вследствие выбора единого поставщика ремонтных услуг на конкурентном рынке;

4) экономия, вызванная привлечением наиболее дешевых заемных средств за счет размера привлекаемых средств и повышенного коэффициента кредитоспособности генерирующей компании.

В свою очередь, к составляющим синергетического эффекта, определяющим синергетическую стоимость интегрированной структуры в сфере передачи электроэнергии, можно отнести:

1) экономию на сокращении управленческого персонала за счет централизации части управленческих функций;

2) экономию вследствие выбора единого поставщика ремонтных услуг на конкурентном рынке, а также оптимизации загрузки управленческого персонала на границах РСК;

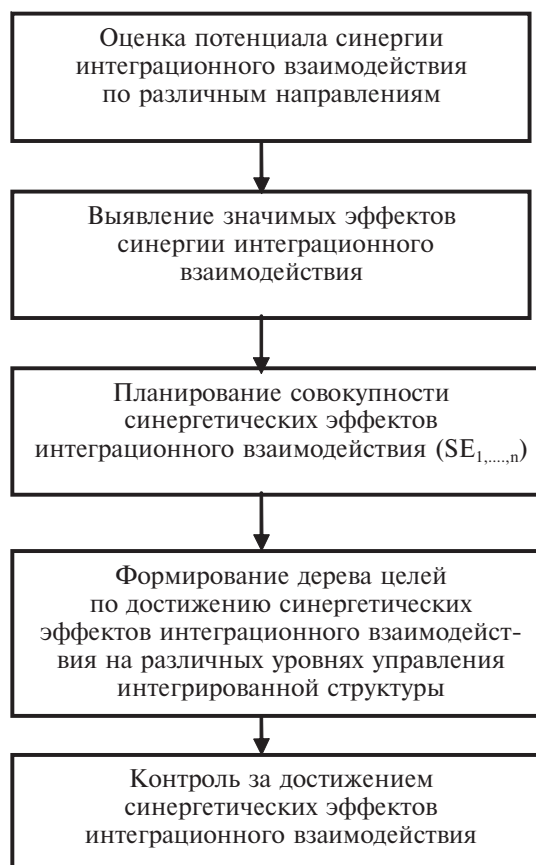
3) экономию, вызванную привлечением наиболее дешевых заемных средств за счет размера привлекаемых средств и повышенного коэффициента кредитоспособности МРСК;

4) экономию, обусловленную закупкой электроэнергии на оптовом рынке у единого поставщика за счет скидки на масштабе.

Процесс выявления и работы со слагаемыми синергетической стоимости ОГК, ТГК или МРСК является непрерывным и систематическим в силу того, что синергетические эффекты на каждой стадии развития структуры изменяются, исчерпываются и возникают вновь. Особенно важно определение и планирование синергетических эффектов на стадии формирования и реструктуризации интегрированных структур, так как именно они выступают стимулирующим фактором интеграции. Кроме того, наличие синергетического эффекта не является само по себе ценным, если этот эффект не переведен в стоимость объекта, как меру данного эффекта, потому что именно тогда можно оценить соотношение “затраты - результаты” при формировании крупной интегрированной структуры.

Представим в общем виде схему управления эффектами синергии (рис. 2).

В основе управления синергетическими эффектами интеграционного взаимодействия лежат следующие основные принципы: универсальность: возможность применить систему управления в различных отраслях и на различных рынках; динамизм функционирования системы в целом, взаимодействия ее элементов и окружающей ее внешней среды; единообразие при построении критерия оценки эффективности построенной системы; полнота, сбалансирован-



**Рис. 2.** Схема управления синергетическими эффектами интеграционного взаимодействия корпоративной структуры

ность и устойчивость формируемой системы; выборочность между различными вариантами взаимодействия; адаптивность системы к изменениям внешней и внутрифирменной среды.

Важнейшим элементом эффективности системы управления синергетической стоимостью является качественное планирование путей ее роста. Данная проблема многократно усложняется в случае с интегрированными образованиями, так как возникает несколько контуров управления и, соответственно, уровней стоимости, поэтому встает проблема оценки качества корпоративного управления, которая должна охватить важнейшие аспекты интеграционного взаимодействия корпоративного образования и увязать деятельность каждого отдельного юридического лица в общую систему по достижению эффекта синергетической стоимости.

Так как интегрированная корпоративная структура представляет собой совокупность юридических лиц, связанных единими целевыми установками, но функционирующих самостоятельно, то целесообразно выделить два важнейших уровня управления синергетической стоимостью: на уровне структуры в целом и на уровне

отдельных единиц, входящих в структуру. Разделение набора стоимостных показателей между указанными уровнями осуществляется на основе степени интеграции между участниками. От степени интеграции зависит и роль корпоративного центра в планировании деятельности интегрированной структуры в целом и отдельных ее участников, в частности (рис. 3). Особая роль корпоративного центра заключается не только в выстраивании четкой многоуровневой системы управления стоимостью, но и в определении плановых приоритетов в условиях ограниченности ресурсов в структуре в целом и формировании механизма, обеспечивающего эффект синергетической стоимости.

Создание управляющей компании корпоративной структуры предполагает передачу ряда или всех функций управления стоимостью. Целевые показатели управления стоимостью корпоративной структуры, механизм взаимоотношений в процессе управления стоимостью, роль и функции корпоративного центра и другие параметры взаимоотношений должны быть определены во внутренних регламентах структуры. Создание внутренних регламентов является действенным механизмом упорядочения управляющих функций интегрированной структуры и позволяет избежать возникновения конфликтных ситуаций, недобросовестных действий со стороны управляющей компании в отношении отдельных участников интегрированной структуры.

Методы управления участниками интегрированной структуры должны включать корпоративные методы, основанные на сформированном на настоящий момент российском кор-

поративном законодательстве и методы на основе достижения сбалансированных показателей деятельности. То есть необходимо сочетание мягких административных форм регулирования, обеспечиваемых корпоративным законодательством, и достаточной степени свободы в рамках целевых показателей, позволяющей всей интегрированной структуре быть гибкой и динамичной.

Следует указать на отличительные черты построения системы управления синергетической стоимостью для горизонтально интегрированных структур, состоящих из однородных и из асимметричных объектов.

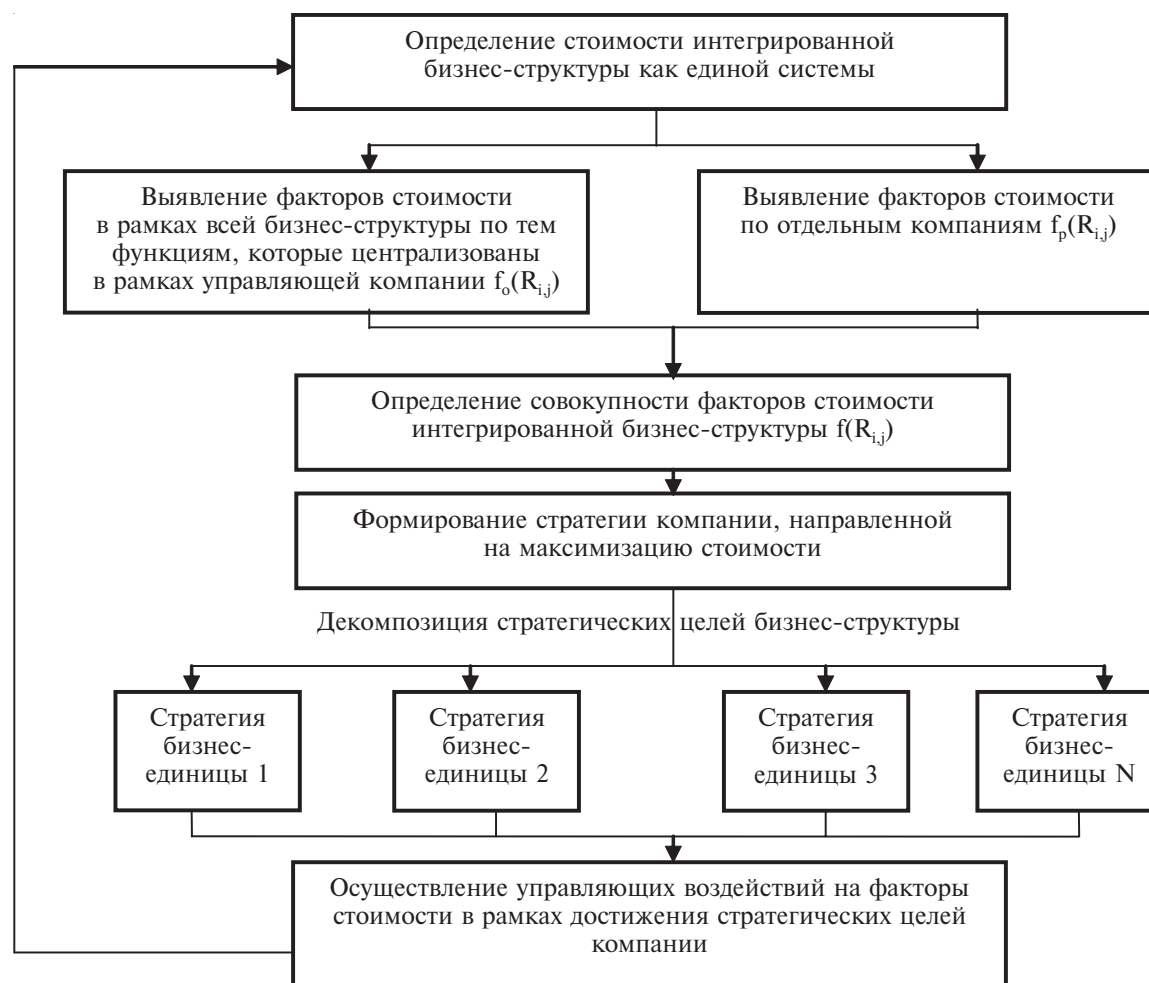
Представим процесс управления синергетической стоимостью горизонтально интегрированной структуры, к которой среди рассматриваемых нами электроэнергетических компаний относятся ОАО «ОГК-6» и ОАО «ТГК-8», состоящие из однородных объектов, специализирующихся исключительно в сфере генерации электрической и тепловой энергии (рис. 4).

Целевые ориентиры данной системы, направленные на повышение стоимости всей бизнес-структуры, предполагают учет однородности элементов и, соответственно, наличие управляющей подсистемы, централизующей ряд функций, таких как сбыт, стратегический маркетинг, управление финансовыми ресурсами. Поэтому факторы синергетической стоимости компании должны быть сформированы в виде иерархической совокупности множеств: факторов стоимости бизнес-структуры в целом и факторов стоимости бизнес-единиц. Содержание каждого из множеств зависит от степени интегрированности

Роль корпоративного центра в процессе управления стоимостью корпоративной структуры



**Рис. 3. Зависимость роли корпоративного центра в управлении стоимостью корпоративной структуры в зависимости от степени интеграции ее участников**



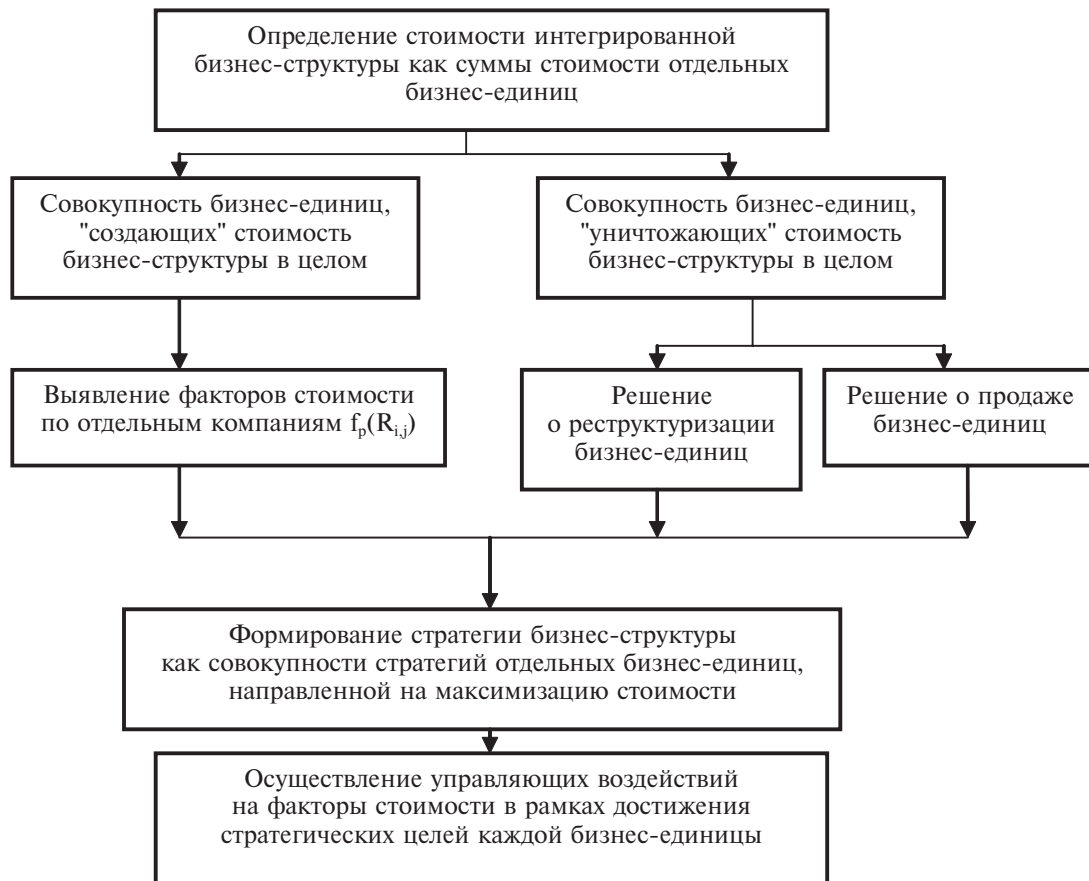
**Рис. 4. Процесс управления синергетической стоимостью горизонтально интегрированной корпоративной структуры, состоящей из однородных объектов**

бизнес-единиц и, следовательно, централизации управляющих функций. Эта система является многовариантной, так как позволяет осуществить выбор оптимальной стратегии роста стоимости бизнес-структуры в рамках оцененного комплексного потенциала по увеличению синергетической стоимости компании, присущего данной интегрированной структуре.

Представим процесс управления синергетической стоимостью горизонтально интегрированной структуры, состоящей из асимметричных объектов (рис. 5), типичным примером такой структуры служит ОАО «МРСК Юга», в состав которого, помимо предприятий, специализирующихся на сетевом распределении электроэнергии, входят бизнес-структуры ремонтного, рекреационного и сельскохозяйственного профиля.

Связующим звеном организации данной структуры является, как правило, единый источник финансовых ресурсов, который позволяет перераспределять финансы в рамках структуры в соответствии с решением целевых заданий каж-

дой из бизнес-единиц. В таких структурах собственники не всегда учитывают целесообразность данных финансовых трансакций в рамках всей системы, поэтому введение принципов управления на основе стоимости позволяет в рамках интегрированной структуры вычленить компании, которые «создают» синергетическую стоимость и которые ее «уничтожают». Так как при данной структуре каждая бизнес-единица ведет обособленный бизнес и осуществляется перекрестное финансирование, то первый этап цикла управления синергетической стоимостью компании направлен на деление всей совокупности компании на бизнес-единицы, «создающие» стоимость, и бизнес-единицы, «уничтожающие» стоимость бизнес-структуры. По отношению ко второй группе необходимо принять решение либо о глобальной реструктуризации бизнеса, либо о продаже. Далее для каждой бизнес-единицы формулируется стратегия развития и на основе выявленных факторов осуществляются управляющие воздействия по максимизации стоимости.



**Рис. 5. Процесс управления синергетической стоимостью горизонтально интегрированной корпоративной структуры, состоящей из асимметричных объектов**

Подводя итог, можно сделать вывод о том, что цикл управления синергетической стоимостью корпоративной структуры зависит от продуктивно-технологического типа структуры и от степени однородности интегрируемых объектов, но при этом независимо от обозначенных выше факторов для управления синергетической стоимостью компании необходимо выделить и оценить факторы стоимости, представляющие собой совокупность экономических параметров

компании, управляющие воздействия на которые позволяют в той или иной степени изменить стоимость корпорации.

<sup>1</sup> Управление корпоративными структурами в современной экономике России / В.Ю. Наливайский [и др.]. Ростов н/Д, 2007. С. 104.

<sup>2</sup> Рыбченко Н.Е. Модели и методы управления синергетическим взаимодействием подразделений вертикально интегрированных корпораций: дис. ... канд. техн. наук. Воронеж, 2005. С. 98.

Поступила в редакцию 08.01.2010 г.