

## **Разработка механизмов финансового управления внутренним рынком капитала холдинговой компании**

**Кулемин Александр Николаевич**

*аспирант*

*Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, Москва, Россия*

*E-mail: akulemin@mail.ru*

В настоящее время одним из приоритетных направлений развития современной российской экономики является ее диверсификация, позволяющая путем создания и расширения крупных корпоративных структур сформировать ресурсную базу и необходимую степень концентрации капитала для финансирования инновационных проектов в России и за рубежом. Развитие холдинговых структур в России требует более глубокого научного изучения финансовых аспектов концентрации бизнеса, проблемы создания стоимости диверсифицированными холдинговыми компаниями и их отдельными элементами, в частности, внутренними рынками капитала. Несмотря на наличие теоретических и эмпирических исследований по этой тематике, научных разработок по стратегическому финансовому управлению внутренним рынком капитала холдинговой компании, позволяющих целостно и системно оценить особенности его функционирования, недостаточно.

Под внутренним рынком капитала холдинговой компании следует понимать систему движения долгосрочных финансовых ресурсов непосредственно между бизнес-единицами, а также между бизнес-единицами и головной компанией холдинга. В целом, внутренний рынок капитала является основной особенностью многопрофильного холдинга, элементом, отличающим холдинг как форму организации бизнеса от сфокусированной компании. Стоимость, создаваемая внутренним рынком капитала холдинга, является одной из важнейших составляющих стоимостного эффекта диверсификации, т.к. действие внутреннего рынка капитала нельзя свести к действию отдельно взятых входящих в холдинг бизнес-единиц. Важность финансового управления внутренним рынком капитала обуславливается той ролью, которую он играет в процессе создания стоимости холдинга, являясь средством реализации большинства синергетических эффектов, возникающих в процессе функционирования бизнес-единиц холдинга.

Автором разработаны следующие механизмы финансового управления внутренним рынком капитала холдинга.

Во-первых, это финансовая модель стоимостной оценки эффективности функционирования внутреннего рынка капитала холдинга. Проведенный анализ научных работ показал, что фактически не существует модели, которая позволяла бы на практике оценить вклад внутреннего рынка капитала в стоимость холдинга. Модель оценки эффективности функционирования внутреннего рынка капитала холдинга должна основываться на сравнении эффективности функционирования бизнес-единиц со сфокусированными аналогами. Стоимостная эффективность функционирования внутреннего рынка капитала отражает стоимость внутреннего рынка капитала как разницу между стоимостью, создаваемой инвестициями в бизнес-единицы холдинга, и стоимостью, создаваемой инвестициями в сфокусированные аналоги бизнес-единиц за определенный период времени. Расчет данного показателя позволяет оценить величину стоимости, создаваемой за определенный период времени внутренним рынком капитала как системой движения долгосрочных финансовых ресурсов внутри холдинга. Отдельно следует остановиться на проблеме выбора сфокусированных аналогов бизнес-единиц. Автор считает, что хотя для расчета показателя эффективности внутреннего рынка капитала теоретически наиболее правильно использовать показатели самих бизнес-единиц, как будто бы они функционировали отдельно от холдинга, на практике этот способ трудно применим, поэтому для определения наиболее репрезентативных компаний-аналогов уместно использовать данные медианных компаний-аналогов. Использование такой модели указывает на основной критерий эффективности

функционирования внутреннего рынка капитала – для того чтобы он создавал стоимость, недостаточно просто осуществлять создающие стоимость проекты, нужно, чтобы эти проекты создавали стоимости больше, чем проекты компаний-аналогов. Подобный подход к расчету стоимости внутреннего рынка капитала холдинга соответствует общей методологии оценки стоимостной эффективности диверсификации – расчету премии от диверсификации как разницы между стоимостью холдинга и стоимостью его отдельных бизнес-единиц, как если бы они функционировали отдельно.

Во-вторых, это система финансовой мотивации менеджеров бизнес-единиц, направленная на решение внутрифирменного агентского конфликта. Методикой стоимостной мотивации, позволяющей наилучшим образом совместить стремление менеджеров бизнес-единиц к созданию стоимости как управляемых ими бизнес-единиц, так и всего холдинга, является формирование компенсации менеджеров из трех элементов: 1) фиксированной заработной платы; 2) элемента, способствующего созданию стоимости отдельных бизнес-единиц; 3) элемента, способствующего максимизации стоимости холдинга в целом.

В-третьих, это формирование в холдинге среды конкурентного кооперирования как способа организации внутренней микросреды функционирования внутреннего рынка капитала холдинга. Конкурентное кооперирование, комбинируя преимущества конкуренции с преимуществами кооперирования, заставляет менеджеров добиваться наилучших стоимостных финансовых результатов управляемых ими бизнес-единиц, а также стремиться к поиску возможностей по созданию стоимости совместно с другими бизнес-единицами. Основа подобного эффекта заключается в возникновении определенного уровня доверия между менеджерами бизнес-единиц, что ведет к уменьшению антагонизма и способствует снижению влияния их оппортунистического поведения, являющегося причиной потерь стоимости холдинга.

Механизмы финансового управления внутренним рынком капитала холдинговой компании стимулируют поиск возможностей: а) взаимодействия бизнес-единиц; б) использования общекорпоративных ключевых компетенций; в) создания синергии. Реализация указанных возможностей является залогом успешной деятельности холдинга и возникновения стоимостной премии от его функционирования. Предлагаемые механизмы финансового управления способствуют максимизации стоимости всего холдинга через максимизацию стоимости его внутреннего рынка капитала.

### **Список литературы:**

- Стенографический отчет о встрече с представителями Российского союза промышленников и предпринимателей. 06.02.2007 г.  
<http://president.kremlin.ru/text/appears/2007/02/117943.shtml>
- Berger P., Ofek E. Diversification's effect on firm value // *Journal of Financial Economics*. – 1995. – №37. – Pp. 39–65.
- Leibeskind J. Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements // *Organizational Science*. – 2000. – Vol. 11, №. 1. – Pp. 58–76.
- Stein J. Agency, Information and Corporate Investment // *Handbook of the Economics of Finance* / G. Constantinides [et al]. – Elsevier North Holland, 2003. – 1216 p. 2 vol. set.