

## ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЛДИНГОВЫХ КОМПАНИЙ

© 2011 А.А. Шишакин

Самарский государственный экономический университет

E-mail: lvls@mail.ru

Рассматривается эволюция холдинговых компаний в экономически развитых странах. Анализируются также основные проблемы развития корпоративных структур холдингового типа в России. Исследуются особенности финансов и финансового механизма в холдингах.

*Ключевые слова:* холдинговая компания, корпоративные финансы, финансовый механизм, особенности, финансовая деятельность, финансовое управление, контроль, финансовые методы, денежные потоки, финансовое состояние, государственное регулирование.

Важнейшим фактором развития российской экономики в настоящее время является становление крупных корпораций и банков. Развитие предприятий, их взаимодействие и конкуренция в рыночной экономике объективно ведут к необходимости объединения отдельных предприятий. Для обозначения подобных объединений в литературе используются понятия: “интегрированная корпоративная структура”, “связанно-диверсифицированная система”, “интергломерат”, “интегрированная бизнес-группа”, “холдинг”, “холдинговая компания” и др.

Холдинговая компания - это юридическое лицо, осуществляющее тем или иным образом контроль над рядом других юридических лиц<sup>1</sup>.

Большинство предпринимательских объединений сегодня использует холдинговую форму - например, концерны и конгломераты. Основные закономерности создания холдинговых структур в развитых странах состояли в следующем. Во-первых, холдинговые группы, организованные путем слияний и покупки пакетов акций, как конгломераты без технологической или продуктовой связи, вырабатывали механизмы финансовой оценки дочерних компаний и финансовые критерии принятия инвестиционных решений. Холдинговые группы, выросшие “изнутри” путем диверсификации по технологической или продуктовой связи, дольше сохраняли семейный контроль и неформальные связи.

Во-вторых, группы создавались и развивались по частной инициативе. Для них не были характерны инициатива или прямое участие государства. Государственная политика по формированию холдинговых групп проводилась в Италии, а также в Австрии после Второй мировой войны, где холдинги создавались на базе национализированных предприятий. В экономической истории это была не закономерность,

а исключение. В-третьих, правовая регламентация холдинговых компаний имеет ограничительный характер и защищает конкурентную среду в экономике, а нормативная база, регулирующая работу групп, задает определенные стандарты для достижения прозрачности финансовых потоков в группах. Никакой обязательной государственной регистрации и, тем более, льготного режима для холдинговых групп не существует.

За последнее десятилетие холдинги как прогрессивная форма организации бизнеса получили широкое распространение в России. Основными возможностями, которые холдинг предоставляет предпринимателям, являются:

- возможность снижения предпринимательских рисков;
- возможность перераспределения средств внутри холдинга;
- возможность установления централизованного управления.

В Гражданском кодексе РФ приведен определенный порядок создания и функционирования подобных союзов<sup>2</sup>. Однако на практике юридический статус холдингов, права и функции органов управления окончательно неясны.

Во-первых, действующая система регулирования создания и деятельности официально регистрируемых финансово-промышленных групп (ФПГ) не оказывает влияния на реализацию потенциала корпоративных структур и предотвращение возможных негативных последствий. Между фактом регистрации ФПГ и результатами ее деятельности не прослеживается ни логическая, ни фактическая связь.

Во-вторых, существующая система регулирования ФПГ воздействует лишь на незначительную часть фактически действующих холдинговых объе-

динений предприятий. Российский Закон о ФПГ от 15 ноября 1995 г., который предоставляет группам право на государственные инвестиционные и кредитные гарантии и содержит предписания об обязательной регистрации группы и нормативном составе ее участников, об обязательном договоре с ограниченным сроком действия, уставе и организационном проекте группы, является принципиальным отклонением от международного опыта.

В-третьих, история создания холдингов в России - история постоянных конфликтов и нарушений прав акционеров.

В-четвертых, сложными являются проблемы управления в интегрированных структурах. Одна из существенных проблем холдингов - власть менеджмента, не основанная на владении собственностью. Вторая по важности проблема управления - система получения дохода от бизнеса. Существующая система налогообложения прибыли в виде дивидендов (государство забирает половину дохода) вызывает необходимость централизовать торгово-финансовые потоки в материнской компании, используя офшорные или другие полузаконные схемы получения дохода. Перераспределение финансовых потоков затруднено из-за высоких транзакционных издержек, основную часть которых составляют налоги. Третий аспект состоит в том, что отечественное право делает фактически невозможным увольнение генерального директора в соответствии с КЗОТ. Существует масса способов выстраивания юридически безупречной обороны против акционеров со стороны менеджмента.

В настоящее время в практике финансового управления важно выявление и устранение недостатков в деятельности холдингов, поиск новых направлений финансовой политики и, соответственно, получение прибыли.

Холдинговые системы включают головную (материнскую) фирму, дочерние и внучатые фирмы. Материнская фирма реально распоряжается собственностью дочерних компаний. Особенности холдинга являются:

- наличие выраженного корпоративного центра - главного собственника (фирма - держатель акций, не осуществляющая самостоятельную деятельность, - чистый холдинг или головная компания, осуществляющая функции центрального стратегического планирования, координации и контроля, а также ведущая самостоятельную, подчиненную целям и задачам всего холдинга хозяйственную деятельность, - смешанный холдинг);

- сохранение юридической (но не экономической) самостоятельности объединяемых предприятий;

- полная или частичная интеграция сфер хозяйственной деятельности предприятий, входящих в холдинг, в целях реализации общей стратегии собственника на постоянной долгосрочной основе;

- преобладание вертикальных связей управления и контроля по линии "головное предприятие - дочерние компании холдинга".

В настоящее время методы финансирования холдингов дифференцированы в зависимости от вида деятельности и отраслевой принадлежности; методы финансирования включают такие виды, как дотирование, субсидирование отдельных видов услуг и многие др.

Сущность финансовой деятельности холдингов позволяет выявить основные ее особенности, обусловленные организационно-правовой формой и формой собственности, которые находят проявление в формировании уставного капитала, в принятии решений по поводу формирования и использования централизованных и децентрализованных фондов денежных средств, в формировании финансовой ответственности руководителей этих предприятий и др.

Основой финансового управления в холдинге является финансовый механизм. Финансовый механизм холдингов представляет собой совокупность объектов, субъектов, финансовых методов, финансовых рычагов и стимулов, форм, норм, нормативов и правил, подсистем.

Особенности конструкции финансового механизма холдингов выражаются в составе следующих его элементов: системе финансового обеспечения, методах финансирования, источниках финансирования, направлениях использования финансовых ресурсов, наборе финансовых рычагов, организации управления финансами и распределении финансовой ответственности и др., которые реализуются в различных формах.

Управление финансами заключается в действиях по приобретению, финансированию и управлению активами, направленными на реализацию определенной цели. Такие области управления финансами можно представить в балансе, отражающем имущественное и финансовое состояние холдинговой компании (рисунок).

Инвестиционные решения являются самыми важными из трех основных сфер принятия решений с точки зрения создания и роста стоимости компании. Принятие инвестиционных решений начинается с определения суммарной величины,

Управление активами	Финансовый анализ и планирование		Управление капиталом
	Баланс		
	Актив	Пассив	
	Внеоборотные активы	Собственный капитал	
	Оборотные активы	Привлеченный капитал	

**Рис. Области финансового управления в балансе компании**

состава и структуры активов, необходимых фирме. Инвестиции могут быть направлены на решение простых производственных задач, как, например, замена оборудования, или на стратегические цели, касающиеся приобретения, ликвидации или расширения производственных мощностей. Схема инвестиционного анализа может использоваться при различных ситуациях: слияниях, расширении, эмиссии ценных бумаг, выборе между покупкой или арендой активов и пр.

Вторым важным типом решений является решение о финансировании бизнеса. Способы финансирования деятельности фирм в разных отраслях экономики существенно различаются. Финансовый руководитель должен обеспечить разумный баланс между частью прибыли фирмы, которая направляется на выплату дивидендов ее акционерам, и частью, которая остается в фирме с целью финансирования ее развития. Необходимо четко понимать процессы получения краткосрочных займов, заключения договора долгосрочной аренды, ведения переговоров о продаже облигаций или акций своей компании.

Третье важное решение касается рационального использования всех видов активов. Основные задачи и принципы управления активами предприятия:

1. Увеличение активов. Любое увеличение активов означает использование фондов.

2. Уменьшение пассивов. Пассив предприятия включает все, что оно должно другим: банковские займы, выплата поставщикам и налоги. Фонды, получаемые предприятием, могут пойти на уменьшение пассива, например, возврат банковских займов.

3. Текущие активы используются в качестве оборотного капитала. Фонды, используемые в качестве оборотного капитала, проходят определенный цикл.

4. Ликвидные активы используются для покупки исходных материалов, которые превращаются в готовую продукцию; продукция продается в кредит, создавая счета дебиторов; счета дебитора оплачиваются и инкассируются, превращаясь в ликвидные активы.

5. Эффективное использование оборотного капитала. Экономия оборотного капитала заключается в совершенствовании управления материально-

техническими ресурсами, в уменьшении счетов дебиторов путем ужесточения кредитной политики, в лучшем использовании наличных денег.

Одной из основных обязанностей финансового менеджера предприятия является выбор варианта использования имеющихся фондов: на приобретение основного капитала или увеличение текущих активов, или сокращение пассива, или на уплату собственникам. При принятии решения необходимо сравнить стоимость нового капитала с дополнительной стоимостью или с размерами сокращения расходов, к которому приведет его использование.

Активно развивающемуся предприятию постоянно не хватает денег для роста. Поэтому оно вынуждено, помимо собственных источников финансирования, искать другие. Привлечение стратегического инвестора путем увеличения акционерного капитала чревато потерей контроля над предприятием, даже если такому инвестору достанется всего лишь 10% акций. Расходы на обслуживание облигаций в нашем случае превысили бы стоимость банковских ресурсов, ибо доходность по облигациям должна быть не ниже средних банковских депозитных ставок несистемных банков, иначе такое вложение средств утрачивает смысл. Наиболее выгодный источник финансирования - кредиторская задолженность. Особенно это выгодно в тех случаях, когда требования кредиторов не подкреплены обеспечением в виде банковских гарантий.

Организационная структура системы управления финансами предприятия может быть построена различными способами в зависимости от размеров предприятия и вида его деятельности. Работа финансового менеджера составляет часть работы высшего звена управления фирмы, связана с предоставлением ему аналитической информации, необходимой и полезной для принятия управленческих решений финансового характера. Методы финансового управления холдинга многообразны. Основными из них являются: прогнозирование, планирование, контроль, страхование, анализ, самофинансирование, государственное регулирование и др.

В ходе планирования любой субъект хозяйствования всесторонне оценивает состояние своих финансов, выявляет возможности увеличения финан-

совых ресурсов, направления их наиболее эффективного использования. Основные отличительные принципы планирования в холдинге следующие.

1. Стратегическим планированием для холдинга занимается центр, а оперативным - сами предприятия.

2. Горизонтальная координация планов отдельных предприятий внутри холдинга: на уровне плана и при помощи обратной связи.

Прогнозирование в холдинге - разработка на длительную перспективу изменений финансового состояния холдинга в целом и различных предприятий. Особенностью прогнозирования является альтернативность в построении финансовых показателей и параметров, определяющая вариантность развития финансового состояния объекта управления на основе наметившихся тенденций.

Финансовый контроль в холдинге сводится к проверке организации финансовой работы, выполнения финансовых планов и т.п. Посредством контроля собирается информация об использовании финансовых средств и о финансовом состоянии объекта, вскрываются дополнительные резервы и возможности, вносятся изменения в финансовые программы.

Важнейшим методом управления является финансовый анализ. Основное содержание внешнего финансового анализа, осуществляемого партнерами и собственниками предприятия по данным публичной финансовой отчетности, составляют:

- анализ абсолютных показателей прибыли;
- анализ относительных показателей рентабельности;
- анализ финансового состояния, рыночной устойчивости, ликвидности баланса и платежеспособности предприятия;
- анализ эффективности использования заемного капитала и экономическая диагностика финансового состояния предприятия.

Внутренний финансовый анализ использует в качестве источника информации данные бухгалтерского учета, данные о технической подготовке производства, нормативную и плановую информацию и др.

Основное содержание внутрихозяйственного финансового анализа может быть дополнено и другими аспектами, имеющими значение для оптимизации управления:

- анализ эффективности авансирования капитала;
- анализ взаимосвязи издержек, оборота и прибыли;

- анализ денежных потоков, который заключается в следующем:

а) в каком объеме и из каких источников получены денежные средства и каковы основные направления их расходования;

б) способен ли холдинг в результате своей текущей деятельности обеспечить превышение поступлений денежных средств над платежами и насколько стабильно такое превышение;

в) достаточно ли полученной холдингом прибыли для удовлетворения его текущей потребности в деньгах;

г) как происходит выделение более эффективных денежных потоков с точки зрения прибыльности, ликвидности.

Анализ позволяет оценивать качество управленческих решений, а также их влияние на результаты деятельности и финансовое положение холдинга. В системе управленческого анализа появляется возможность проведения комплексного экономического анализа и оценки эффективности хозяйственной деятельности за счет привлечения данных управленческого и производственного учета.

Важной формой финансирования за счет средств предприятий холдинга является самофинансирование. Его объем определяется по положительной величине разницы между прибылью и ее распределением (выплатой дивидендов).

Функционирование системы финансового управления в холдингах осуществляется в рамках системы государственного регулирования. Роль государства в формировании холдинговых структур должна рассматриваться как создание благоприятных внешних условий для интеграции в сочетании с прямым участием государства в организации холдингов.

Создание благоприятных условий для формирования холдингов в частном секторе важно с целью ориентации его на приоритеты развития отечественной экономики. Прямое участие государства должно быть подчинено организации конкурентоспособных холдингов с целью повышения их инвестиционной привлекательности, а также повышения эффективности управления государственной собственностью.

<sup>1</sup> Развитие корпоративных форм хозяйствования в России / под ред. Б. Сапса. М., 1998.

<sup>2</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1: [30 нояб. 1994 г. № 51-ФЗ]: [принят ГД ФС РФ 21 окт. 1994 г.]: [ред. от 27 дек. 2009 г. № 352-ФЗ]. С. 105, 106.