Нехотин Денис Владимирович. Управление финансовыми потоками холдинга : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Волгоград, 2004.- 190 с.: ил. РГБ ОД, 61 04-8/2366

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ПОТОКАМИ КОРПОРАЦИИ

1.1 Концепция финансовых потоков предприятия 12

1.2 Холдинг как способ организации управления финансовыми ресурсами объединения предприятий 45

1.3 Внутрикорпоративные финансовые взаимоотношения и формы управления финансовыми потоками 62

ГЛАВА 2. МЕТОДИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ В ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННОМ ХОЛДИНГЕ

2.1 Анализ схем организации финансовых потоков холдинга (на примере группы "Норильский никель") 73

2.2 Планирование и контроль финансовых потоков на основе бюджетирования 98

2.3 Методика оптимизации движения финансовых потоков корпорации... 124

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 146

ЛИТЕРАТУРА 157

ПРИЛОЖЕНИЯ 170

**Введение к работе**

Актуальность исследования

Среди атрибутов, характеризующих рыночную экономику, на современном этапе особо выделяются процессы интеграции, оказывающие определяющее влияние на состояние экономики страны в целом. Значительный прогресс в развитии российских корпораций, достигнутый за последние десять лет путем интенсификации, диверсификации и глобализации производства, повышения управленческих стандартов, свидетельствует о возникновении нового опыта хозяйственной деятельности, требующего научного обобщения и анализа.

Основными результатами структурных преобразований в нефтегазовой и металлургической промышленности стало создание крупных вертикально-интегрированных холдингов, контролирующих всю цепочку производства, включая разведку, добычу сырья, конечную переработку и сбыт продукции, что определило целесообразность внедрения в практику современных методов управления финансово-хозяйственной деятельности.

В условиях дефицита финансовых средств созданы механизмы централизованного управления финансами дочерних предприятий холдинга, которые обеспечивают значительное увеличение объема производства, снижение себестоимости выпускаемой продукции, минимизацию налоговых платежей и оптимизацию инвестиционного процесса.

Несмотря на значительный прогресс в создании механизма управления корпоративными финансами, все его элементы функционируют с недостаточно высокой степенью эффективности. Система финансирования добывающих и перерабатывающих дочерних предприятий, существующая в условиях развитой экономики и создающая для холдинга специфические рамочные условия для интенсивного развития, в условиях современной России только начинает свое

формирование. Общепринятые во всем мире механизмы рынка финансового капитала, не играют существенной роли в качестве инструментов масштабного привлечения необходимых финансовых ресурсов, что определяет основную, хотя и в сравнении с опытом деятельности зарубежных корпораций, несколько специфическую задачу финансового менеджмента российских вертикально-интегрированных холдингов. Данная задача заключается в стабильном обеспечении финансирования деятельности этих компаний за счет перераспределения собственных финансовых средств.

В этой связи особую актуальность приобретает теоретическое обобщение опыта организации финансового управления крупнейшими вертикально-интегрированными холдингами, как на уровне всей корпорации, так и на уровне секторов производства и структурных подразделений.

С помощью потоковых схем операции хозяйствующего субъекта, связанные с движением материальных и финансовых ресурсов, структурируются на составляющие и поддаются визуальной и числовой интерпретации. Поэтому управление финансовыми потоками следует рассматривать в качестве базовой технологии управления финансово-хозяйственной деятельностью вертикально-интегрированного холдинга, именно в этой области они наиболее эффективны, поскольку деятельность холдинга сопряжена с образованием большого количества внутренних и внешних финансовых и организационных связей, требующих специфических методов и приемов их контроля и анализа.

Степень разработанности проблемы

Проблемы концентрации капитала сформулированы в фундаментальных исследованиях классиков экономической теории Р. Гильфердинга, Д. Гитмана,

B. Ленина, К. Маркса, П, Самуэльсона, А. Смита, Й. Шумпетера и др.

Теоретические и практические аспекты создания корпоративных структур и регулирования экономических процессов, происходящих в них, рассматривались с разной степенью полноты в трудах М. Адельмана,

C. Ф. Алафинова, У. Э. Батлера, О. Б. Брагинского, Р. Бэрри, Ю. Г. Винслава,  
С. Н. Глазова, В. Л. Доблаева, Т. Келлера, У. Кинга, Д. Клиланда,

В. А. Крюкова, Дж Маклина, А. С. Радыгина, Э. Робертса, А. А. Томпсона,

A. А. Турчака, Дж. Форестера, Р. Хаита, С. Хеймана, И. А. Храбровой,  
Р. Р. Шагиева и др.

Научные достижения большинства из перечисленных ученых стали стимулом к более глубокой разработке финансового аспекта деятельности корпораций. Возникла необходимость определения и систематизации методов управления корпоративными финансами.

Проблемы управления финансовыми ресурсами в рамках крупных корпоративных структур чаще всего рассматриваются учеными в двух аспектах. А. М. Александров, Э. Альтман, И. Т. Балабанов, А. М. Бирман,

B. В. Бочаров, Э. А. Вознесенский, И. И. Мазуров, С. Майерс, Д. С. Моляков,  
М. В. Романовский, Т. Селиван, А. X, Тейлор, Дж. И. Фиинерти, А. Г. Шеремет  
основываются на общепринятых принципах и методах анализа финансово-  
хозяйственной деятельности, включающего такие разделы финансового  
менеджмента, как цена капитала, управление собственным и заемным  
капиталом, финансирование инвестиций в основной и оборотный капитал. При  
этом объектом исследования выступает корпорация как неделимая система.

В монографиях Ю. Бригхэма, Дж. Ван Хорна, Р. Вестерфилда, Л. Гапенски, И. Джозефа, Б. Джордана, С. Майерса, Г. Б. Поляка, С. Росса, А. А. Согомоняна, Р. Н. Холта, Д. Г. Черника, Н. В. Шейкина особое внимание уделяется вопросам управления распределением финансовых средств внутри корпорации между структурными подразделениями, а именно: распределение консолидированной прибыли, централизованных кредитных ресурсов для финансирования внешних и внутренних проектов группы.

Развитие финансового менеджмента на современном этапе обуславливает применение новых подходов в управлении экономическими процессами, особенно их динамикой в заданном направлении. Особую актуальность приобретает развитие концепции финансовых потоков, разработанной в трудах российских исследователей: А. Р. Горбунова, В. А. Дудкина, А. М. Литовских,

Ю. И. Любимцева, А. К. Ованесова, Ю. А. Плущевской, Е. В. Семенкова, Л. В. Стариковой, Н, В. Четверикова.

Авторы определяют особенности формирования и распределения финансовых потоков либо в рамках отдельных предприятий, либо в масштабах целой экономики. Вопросы организации внутрифирменного управления финансовыми потоками между структурными подразделениями (дочерними компаниями или секторами бизнеса), входящими в состав предприятий (объединений), не получили в работах должного освещения, что является более чем серьезным упущением, поскольку именно на уровне структурных подразделений осуществляется как формирование прибыли предприятия (корпорации), так и конечное освоение капитальных вложений. Большое теоретическое и практическое значение этого вопроса и его недостаточная разработанность обусловили выбор темы, цели и задачи диссертационной работы.

Цель диссертационного исследования — теоретическое обоснование внутрикорпоративных финансовых отношений и разработка методического инструментария управления финансовыми потоками в рамках вертикально-интегрированного холдинга.

Исходя из сформулированной цели, в работе поставлены следующие задачи:

раскрыть содержание финансового потока, как объекта управления предприятием и его структурных подразделений;

выявить основные взаимосвязи между материальными и финансовыми потоками хозяйствующего субъекта как открытой системы;

с финансовых позиций обосновать преимущества холдинговых структур на основе анализа отечественного опыта их функционирования;

выявить методологические особенности управления финансовыми потоками в корпорациях с учетом их адаптации к российским условиям;

провести анализ схем организации финансовых потоков; сформулировать особенности их формирования и распределения в вертикально-интегрированном холдинге;

представить механизм планирования финансовых потоков на основе построения системы бюджетов с учетом особенностей производственных и организационных связей в холдинговой структуре;

разработать модель оптимизации финансовых потоков вертикально-интегрированного холдинга.

Предметом диссертационного исследования стали отношения, складывающиеся в рамках холдинговой структуры между материнской, дочерними компаниями и внешней для корпорации средой, по поводу формирования и использования консолидированных финансовых ресурсов.

Объектом исследования является вертикально-интегрированный холдинг, рассмотренный на примере компании ОАО "ГМК Норильский никель".

Методологической и теоретической основой работы послужили теоретические положения корпоративных финансов, изложенные в отечественных и зарубежных монографиях и периодических изданиях, действующие законы, программы развития и постановления Правительства Российской Федерации, регулирующие деятельность корпораций в России.

В работе применялись научные методы и приемы исторического, логического, структурно-функционального анализа, а также анализ и синтез, группировка и сравнение. Использовались методы обобщающих показателей, расчетно-аналитические методы, методы финансового анализа, а также имитационно-графическое моделирование.

В качестве информационной базы исследования использованы законодательные и нормативные акты, регулирующие деятельность акционерных обществ, материалы Госкомстата России, Налоговой инспекции по Красноярскому краю, статистические материалы Комитета по финансам Администрации Красноярского края, отчетные данные группы "Норильский никель", опубликованные в монографиях и периодических изданиях, в Internet,

а также статистические сведения по проблемам управления корпоративными финансами в России и результаты экспертных оценок, методические разработки ведущих российских экономистов, финансистов, аналитических работников и консалтинговых служб.

Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

уточнено определение финансового потока, как непрерывного во времени движения финансовых ресурсов. Финансовый поток не отождествляется с денежным, а отражает специфический кругооборот финансовых ресурсов, обусловленный влиянием внутренних и внешних распределительных отношений;

с финансовых позиций уточнено понятие холдинга. В результате уточнений выявлено, что холдинг — это специфическая форма организации предпринимательской деятельности группы хозяйствующих субъектов, основанная на мультипликативном эффекте расширения контрольного капитала в целях повышения эффективности производственной и сбытовой деятельности и максимизации рентабельности собственного капитала консолидированной группы. В работе обосновано, что холдинговая структура позволяет собственнику (головной компании) за счет создания большой группы корпоративных схем перераспределять издержки и доходы между дочерними структурами, оптимизировать внутреннее финансирование, координировать инвестиции и фондовые операции группы;

разработана и предложена методика управления финансовыми потоками вертикально-интегрированного холдинга, включающая в себя три блока: анализ структуры и направлений движения, планирование и контроль потоков по структурным подразделениям и секторам бизнеса, оптимизация их движения. Принципиальное отличие данной методики заключается в том, что она позволяет координировать весь процесс движения финансовых потоков, как на уровне отдельной дочерней

компании, так и на уровне сектора производства и группы, обеспечить их упорядоченность и сбалансированность;

выявлены особенности формирования и распределения финансовых потоков по основной и инвестиционной деятельности вертикально-интегрированного холдинга, состоящие в жестком администрировании процесса движения финансовых ресурсов дочерних структур посредством применения механизма внутрикорпоративных цен, финансово-кредитных схем для осуществления внутренних взаиморасчетов и распределения консолидированной прибыли, организации системы внутрифирменного кредитования;

разработан показатель чистого финансового потока холдинга, который представляет собой разницу между притоком и оттоком финансовых ресурсов за определенный временной интервал без учета их внутрикорпоративного оборота. Объяснены преимущества использования данного показателя при анализе финансовых потоков, которые заключаются в возможности для центральной компании оперативно определять влияние различных факторов на величины входящих и исходящих финансовых потоков как для каждой дочерней структуры в отдельности, так и для сектора производства и группы в целом;

предложена система бюджетирования финансовых потоков, которая основывается на иерархическом подходе по отношению к производственным циклам технологической цепочки и организационным уровням управления холдинга и включает в себя четыре уровня: система бюджетного планирования структурных подразделений дочерних компаний, отдельных дочерних компаний, секторов производства и сводного планирования. Разработаны модифицированные формы операционных и финансовых бюджетов, отражающие особенности производственных и финансовых отношений по поводу осуществления текущей и инвестиционной деятельности вертикально-интегриованной корпорации;

- сформулированы направления оптимизации движения финансовых

потоков на основе создания внутрикорпоративного кредитного центра,

обеспечивающего управление ликвидностью и резервами

консолидированных финансовых ресурсов в целях обеспечения

бесперебойного финансирования текущей деятельности и осуществления

инвестиционных программ в группе. Обоснованы преимущества

функционирования кредитных центров в крупных производственных

холдингов с единой технологической цепочкой, которые заключаются в

ускорении внутрикорпоративных расчетов и увеличении

оборачиваемости собственных средств дочерних предприятий;

сокращении темпов роста дебиторской и кредиторской задолженностей

дочерних структур, рационализации использования временно свободных

ресурсов банков; снижении зависимости дочерних предприятий от

внешних заемных источников.

Теоретическая значимость работы состоит в том, что в диссертации

обоснованы особенности финансового потока как объекта управления

предприятием, рассмотрен финансовый аспект формирования холдинга,

выявлены особенности финансовых взаимоотношений между структурными

подразделениями. Предложенные трактовки финансового потока и холдинга

развивают традиционные взгляды на содержание корпоративных финансов,

дополняют предметную область исследования проблем управления

финансовыми ресурсами, создают основу разработки инструментария

оптимизации финансового менеджмента в холдинге.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в разработке показателя чистого финансового потока холдинга; механизма планирования и контроля финансовых потоков на основе бюджетирования; а также модели внутрикорпоративных кредитных центров, позволяющей решить проблему повышения уровня ликвидности производственных подразделений группы и оптимизации временно свободных остатков консолидированных денежных средств.

Эффективность предложенного в работе инструментария управления финансовыми потоками подтверждена полученными результатами ее апробации при исследовании финансовых потоков компании "Норильский никель": предложены схемы организации финансовых потоков через дочерние структуры с минимальной степенью риска и высоким уровнем контроля.

Апробация результатов исследования. Основные положения и выводы диссертации прошли апробацию на Всероссийских научно-практических конференциях в городе Пензе: "Проблемы менеджмента на предприятиях России в современных условиях" (февраль 2002 г.) и "Проблемы совершенствования механизма хозяйствования в современных условиях" (22-23 мая 2002 г.); на конференциях в рамках "Недели науки" Волгоградского государственного университета (2001-2003 гг.).

По теме исследования автором были опубликованы научные работы общим объемом 3,04 п, л.

**\***

## Концепция финансовых потоков предприятия

Процесс функционирования хозяйственных субъектов в рыночной экономике обеспечивается движением финансовых ресурсов. Образование и использование последних определяется не только деятельностью предприятия, но и его взаимодействием с внешней средой (с государством по поводу налоговых платежей, с учреждениями банковской сферы по поводу привлечения кредитных ресурсов и т. д.).

Развитие финансового менеджмента на современном этапе предъявляет повышенные требования к применению новых технологий в управлении экономическими процессами, особенно их динамикой в заданном направлении. В соответствии с выше сказанным, особую актуальность приобретает развитие концепции финансовых потоков, как одной из базовых в рамках финансового менеджмента, характеризующую процесс управления финансовыми ресурсами предприятия в динамике.

Потоковый подход рассматривается как важный элемент оперативного и стратегического планирования предприятия. Экономия возникает не только в результате налогового планирования, хотя этот фактор в планировании финансовых потоков играет существенную роль, основной эффект достигается благодаря оптимизации свободных остатков финансовых средств, минимизации рисков, учету долгосрочных факторов развития предприятия.

Методы управления финансовыми потоками дают возможность получить общую финансовую картину функционирования хозяйственного субъекта: благодаря ей статистические данные получают наглядную "объектную" ориентацию. С помощью потоковых схем функционирование предприятия легко структурируется и поддается визуальной и числовой интерпретации.

Важная особенность потоковых методов состоит в необходимости рассматривать финансовые потоки во взаимосвязи с производством, транспортом, снабжением, сбытом и другими хозяйственными функциями предприятия1. Согласно этой идеологии хозяйственные процессы представляются как потоки товарных, финансовых и других нематериальных ресурсов. В потоковые схемы могут быть также включены и каналы передачи информации, документооборот компании и управленческие решения. Это единственная технология, позволяющая объединить в единой картине протекание разнородных хозяйственных (технологических, социальных и иных) процессов.

Современная логистика, дает потоку следующее определение: поток — совокупность объектов, воспринимаемая как единое целое, существующая как процесс на некотором интервале, и измеряемая в абсолютных единицах за определенный период времени2.

## Холдинг как способ организации управления финансовыми ресурсами объединения предприятий

Одной из организационных форм предпринимательской деятельности, появившейся в ходе осуществления структурной перестройки в России, являются холдинговые структуры. Создаваемые в целях аккумуляции капиталов и повышения эффективности производства, холдинги объединяют финансовые, промышленные, банковские, инвестиционные организации и предприятия, Возможности холдингов обретают повышенную значимость в современных экономических условиях, когда необходима оперативная мобилизация ресурсов, их эффективное перераспределение в ключевые сферы производства.

В современной экономической литературе имеется достаточно большое количество публикаций, посвященных правовому и экономическому статусу холдингов, проблемам их функционирования. Особое значение среди этих проблем занимают подходы к управлению финансовыми ресурсами в рамках таких образований. В то же время в литературе практически отсутствуют монографические исследования, посвященные проблемам управления финансами интегрированных структур.

Для выявления специфики управления финансовыми ресурсами в холдинговых структурах необходимо в целях большей предметности исследования рассмотреть как экономические условия функционирования холдингов, так и само экономическое содержание этой относительно новой организационной формы предпринимательской деятельности.

Проблемам концентрации капитала уделялось большое внимание в работах экономистов Р. Гильфердинга, К. Маркса, В. Ленина, Й. Шумпетера. В той или иной мерс они рассматриваются в монографиях таких авторов, как Р. Брейли, Ю. Бригхема, С. Майерса, Р. Холта, Дж. Ван Хорна, и др.

В.И.Ленин в работе "Империализм, как высшая стадия капитализма" определяет исторические тенденции экономического развития: "Громадный рост промышленности и замечательно быстрый процесс сосредоточения производства во всех более крупных предприятиях являются наиболее характерными особенностями капитализма1 .

Значительный рост обобществления производства, возникновение крупных предприятий вызвали необходимость изменений в капиталистических производственных отношениях. От индивидуальной частной собственности произошел переход к коллективной капиталистической собственности в форме акционерных обществ и утверждение в связи с этим господства монополий. Жизнеспособность акционерных обществ подтверждается современной практикой.

## Анализ схем организации финансовых потоков холдинга (на примере группы "Норильский никель")

Добывающую деятельность в вертикально-интегрированных холдингах осуществляют дочерние предприятия, акции которых принадлежат, как правило, материнским компаниям. Именно добывающие дочерние предприятия являются собственниками лицензий на разработку месторождений, а значит, плательщиками роялти и налога на воспроизводство минерально-сырьевой базы. Предприятия, осуществляющие добычу, имеют статус центров затрат, поскольку именно в рамках этих предприятий имеется возможность организовать нормирование, планирование и учет издержек производства с целью наблюдения, контроля и управления затратами производственных ресурсов, а также оценки их использования.

Для определения специфики данной стадии производства вертикально-интегрированного холдинга целесообразно рассмотреть структуру входящих и исходящих финансовых потоков.

Входящий финансовый поток по текущей деятельности определяется: 1. как поток выручки от реализации сырья перерабатывающим предприятиям холдинга (металлургия, машиностроение и т. д.).

В данном случае реализация происходит по установленным внутрикорпоративным ценам, обеспечивающим добывающим предприятиям покрытие производственных затрат, т. е. позволяющих осуществлять деятельность не ниже точки безубыточности. Таким образом, размер входящего финансового потока добывающих предприятий определяется принятой в холдинге системой перераспределения прибыли между предприятиями посредством использования механизма внутрикорпоративных цен. 2. как поток выручки от реализации сырья внешним по отношению к предприятиям холдинга покупателям.

Как показывает практика, такая ситуация характерна для нефтегазовых холдингов. Часть экспортного потока дочерних добывающих компаний минует счета материнской компании и образует собственную прибыль, которая остается в распоряжении добывающих компаний и направляется на финансирование собственных социальных программ и инвестиционных проектов. Остальной поток за вычетом "самостоятельного" экспорта предприятий переходит в собственность материнской компании.

Структура исходящих финансовых потоков определяется спецификой рассматриваемой стадии производства, а именно высокой долей расходов на оплату труда (а соответственно отчислений во внебюджетные фонды), что связано с большой материало- и трудоемкостью производственного процесса в секторе добычи (приложение 4, таблица 1). Значительную величину составляют расходы по аренде оборудования и производственных помещений, а также налоговые платежи, основную долю которых составляют отчисления на воспроизводство минерально-сырьевой базы, налог на добычу полезных ископаемых и налог на добавленную стоимость. Переработка (обогащение) сырья