Скобелева Елена Викторовна. Управление финансовыми потоками холдинга : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Скобелева Елена Викторовна; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Оренбург, 2007.- 248 с.: ил. РГБ ОД, 61 07-8/5859

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО УПРАВЛЕНИЯ В ХОЛДИНГАХ

1.1 Холдинг как форма интеграции предприятий и субъект финансовых отношений 10

1.2 Финансовые потоки как объект финансового менеджмента в холдинге 46

ГЛАВА 2 ОРГАНИЗАЦИОННО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ПОТОКАМИ ХОЛДИНГА

2.1 Оценка влияния типа холдинга на структуру его финансовых потоков 74

2.2 Особенности управления финансовыми потоками в отраслевых и

финансовых холдингах 94

ГЛАВА 3 РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫМИ ПОТОКАМИ ХОЛДИНГА

3.1 Модели управления финансовыми потоками холдинга 111

3.2 Оптимизация налогообложения в рамках налогового менеджмента в холдингах 140

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 153

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 162

ПРИЛОЖЕНИЯ 174

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Развитие мировой экономической системы, процессы глобализации современной национальной экономики обуславливают необходимость постоянной адаптации экономических субъектов к меняющимся условиям деятельности. Процесс адаптации к изменениям внешней среды часто требует от современных российских предприятий расширения и углубления взаимосвязей, что в свою очередь заставляет компании осуществлять поиск дополнительных возможностей повышения эффективности деятельности и пересматривать рамки бизнеса. Одной из форм изменения масштабов и структуры деятельности предприятия и условием реализации отдельных проектов и дополнительных возможностей является интеграция компаний.

Наиболее перспективным направлением развития интегрированного предпринимательства, основанным на использовании имущественной интеграции, на сегодняшний день является формирование так называемых холдинговых структур или холдингов. В течение последних нескольких лет холдинги как форма объединения предприятий с целью ведения совместной деятельности, получили весьма широкое распространение в России с середины 90-х годов, когда контроль над предприятием устанавливался с помощью неимущественных, а зачастую и противозаконных инструментов. Несмотря на правовую неопределенность организационного и налогового статуса холдинговых структур, процессы системного объединения российских предприятий в холдинги охватили подавляющую часть компаний, чьи акции сегодня обращаются на фондовом рынке.

Объединение предприятий в холдинги предоставило широкие возможности хозяйствующим субъектам расширить масштабы своей деятельности, разнообразить производственные связи, повысить интеллектуальный потенциал и технические возможности, сконцентрировать и мобилизовать значительный капитал на наиболее важных бизнес-направлениях, увеличить капитализацию, снизить производственные и финансовые риски, повысить эффективность системы управления.

Несмотря на преимущества, которые получают предприятия, становясь участниками холдингов, вопросы создания и функционирования холдинговых структур теоретически не достаточно проработаны. В связи с этим возникает множество проблем в практической деятельности холдингов, в том числе: эффективной организации финансового управления холдингом с учетом различных организационных форм объединения входящих в него предприятий, оптимизации налогообложения холдинга, координации финансовых потоков, направленной на обеспечение оптимального функционирования всей группы взаимосвязанных предприятий.

Проведенный анализ проблем деятельности холдингов позволяет сделать вывод о необходимости научного исследования в области совершенствования управления финансовыми потоками холдинга с целью максимизации положительного синергетического эффекта. Не менее актуальными представляются исследования действующей практики налогообложения холдингов с позиции оптимизации налоговых потоков.

Степень разработанности проблемы. В последнее время появилось достаточно много научных и научно-практических публикаций, материал которых представляет особый интерес для данного научного исследования. Среди работ, отражающих теоретические и методологические вопросы управления финансами хозяйствующих субъектов, можно выделить исследования Барулина СВ., Бланка И.А., Брейли Р., Бригхема Ю., Грязновой А.Г., Дробозиной Л.А., Казака А.Ю., Ковалева В.В., Майерса С, Молякова Д.С., Павловой Л.Н., Сабанти Б.М., Самарухи В.И., Стояновой Е.С., Эрхардта М.

Различным аспектам корпоративного управления в холдингах посвящены работы Авельцова Д.Ю., Адамовича Г., Акопова B.C., Винслава Ю.Б., Владимировой И.Г., Горбунова А.Р., Клейнера Г.Б., Козловского А.В., Ле 5

веллена В.А., Орехова С.А., Портной К., Псаревой Н.Ю., Пурш В., Рабиновича А., Рахмана И.А., Руднева Ю.П., Рудык Н.Б., Селезнева В.А., Сивкова А., Терентьева А.В., Федчук В., Фельдмана, А.И., Хиггинса Р.С., Чумичева И.А., Шолла Л.Д., Шиткиной И.С.

Значительный вклад в разработку проблем финансового управления холдингом внесли отечественные ученые: Великанов Е.В., Винницкий Д.В., Горбунов А.Р., Денисов А.Ю., Казаринов Д.И., Нехотин Д.В., Плотников B.C., Погорелов Ю.Ю., Портной К.Я., Псарева Н.Ю., Харитонов А.В., Шес-такова В.В., Щапов А.Н., Шиткина И.С.

Приведенные в научно-практической литературе решения проблем финансового управления холдингами носят односторонний характер, проявляющийся в том, что, во-первых, предлагаемые рекомендации относятся к отдельным аспектам системы управления финансами холдинга, а не ко всей системе в целом; во-вторых, большинство решений не универсальны, так разработаны либо для определенных типов холдинга, либо для холдингов определенных сфер деятельности. Отсутствие комплексного подхода к решению проблем управления финансовыми потоками холдинга не позволяет раз-, работать единую методику оценки эффективности его деятельности.

Таким образом, необходимость углубления теоретических изысканий и недостаточная степень разработанности проблемы предопределили выбор темы, цель, задачи и структуру диссертационной работы.

Цель диссертационного исследования. Целью научной работы является разработка теоретических основ и практических рекомендаций по совершенствованию управления финансовыми потоками холдинга с учётом его типа и условий его деятельности.

Задачи исследования. В соответствии с целью диссертационного исследования в работе поставлены и решены следующие задачи:

-рассмотреть особенности типов холдинга с позиции разных форм объединения предприятий; - провести классификацию финансовых потоков холдинга с целью совершенствования управления ими;

- выявить методологические особенности управления финансовыми потоками на основе анализа влияния типа холдинга на них;

-разработать модели управления финансовыми потоками для разных типов холдинга;

- разработать методику оценки синергетического эффекта функционирования холдинга и методические рекомендации по ее использованию для оценки эффективности управления финансовыми потоками холдинга;

- проанализировать действующую систему налогообложения холдингов и сформулировать рекомендации по оптимизации налоговых потоков холдингов.

Предметом исследования являются экономические отношения в холдингах по поводу формирования и управления финансовыми потоками.

Объектом исследования являются финансовые потоки холдинга как формы интеграции предприятий.

Методологической основой исследования стали разработки, концепции и гипотезы, обоснованные и представленные в современной экономической литературе. Использованы такие методы научного познания, как сравнительный, логический, монографический, функционально-структурный, статистико-математический анализ и синтез.

Теоретическую базу диссертационного исследования составляют научные труды отечественных и зарубежных ученых, посвященные проблемам правового и экономического регулирования деятельности холдингов зарубе-жом и в Российской Федерации, вопросам формирования финансовой стратегии развития хозяйствующих субъектов, получения синергетического эффекта в результате различных объединений компаний, организации финансового управления на предприятиях и в интегрированных корпоративных структурах. Информационную базу исследования составили материалы Федеральной службы государственной статистики России и его территориального органа по Оренбургской области, законодательные и нормативные акты РФ и ее субъектов по вопросам финансов предприятий, материалы периодической печати, монографическая и иная литература по теме диссертации, а также аналитические и собственные расчетные материалы автора.

В процессе исследования получены следующие наиболее важные научные результаты диссертационного исследования:

- уточнено содержание понятия «холдинг» как формы интегрированного объединения предприятий с целью получения синергетического эффекта на основе обязательного преобладающего участия холдинговой компании в деятельности дочерних компаний;

- предложена классификация финансовых потоков, охватывающая все денежные отношения холдинга, а не только отношения между участниками холдинга и их кредиторами, акционерами и заемщиками в краткосрочном периоде (исходящие и входящие внутрихолдинговые и внешнехолдинговые финансовые потоки);

- разработана для целей оценки эффективности управления финансовыми потоками холдинга методика расчета положительного и отрицательного синергетического эффекта (положительной и отрицательной разницы между консолидированными финансовыми потоками холдинга и суммой финансовых потоков его участников);

- разработаны модели управления входящими и исходящими внутри-холдинговыми и внешнехолдинговыми финансовыми потоками, ориентированные на оптимизацию величины синергетического эффекта деятельности холдинга, на основе базовых концепций финансового менеджмента и концепции трансфертного ценообразования;

- даны рекомендации по оптимизации налоговых потоков холдинга (налоговых доходов, налоговых расходов, налоговой прибыли), основанные на централизации финансовых потоков и их перераспределении через единый финансовый центр.

Теоретическая и практическая значимость диссертации. Выполненное диссертационное исследование содержит решение задач, направленных на разработку моделей управления финансовыми потоками, а также рекомендаций по оптимизации налоговых потоков холдинга, ориентированных на получение синергетического эффекта и максимизацию его величины.

Практическая значимость работы состоит в возможности использования разработанных в диссертации моделей управления входящими и исходящими внутрихолдинговыми и внешнехолдинговыми финансовыми потоками и практических рекомендаций по оптимизации налоговых потоков в деятельности российских холдингов, что будет способствовать повышению эффективности их управления.

Полученные в работе результаты могут использоваться учебными заведениями в преподавании финансово-экономических дисциплин.

Апробация работы. Основные положения диссертационной работы докладывались и обсуждались на научных конференциях: Всероссийской научно-практической конференции (Оренбург, 2006), Международной научно-практической конференции (Пенза, 2006), а также в опубликованных работах.

Наиболее значимые положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом. 2,57 п.л. (в т.ч. в трех публикациях в издании, рекомендованном ВАК).

Основные положения работы нашли применение при реорганизации системы финансового управления в холдингах, что подтверждено справкой о практическом использовании материалов диссертационной работы.

Выполненные научные разработки также используются в учебном процессе кафедрой финансов предприятий ГОУ ВПО "Оренбургский государственный университет" при преподавании учебных курсов "Основы финансового менеджмента", "Долгосрочная финансовая политика", "Финансовое планирование" для студентов, обучающихся по специальностям "Финансы и кредит".

Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения общим объемом 174 страницы. Список использованных источников включает 148 наименований. В работе содержится 14 рисунков, 5 таблиц, 19 приложений.

## Холдинг как форма интеграции предприятий и субъект финансовых отношений

Каждая компания на момент создания или на определенный момент своей деятельности нуждается в решении ряда важных стратегических вопросов, касающихся определения масштаба и структуры бизнеса, реализации возможностей повышения эффективности деятельности. Масштаб и структура деятельности предприятия, а также дополнительные возможности бизнеса во многом определяются целями компании на определенный момент времени. Поскольку окружение любой компании носит динамический характер, то цели деятельности и способы их достижения со временем также эволюционируют и изменяются.

С развитием и усложнением экономических систем, перед многими, а вернее перед каждой компанией возникает необходимость выбора.оптималь-ных пропорций между специализацией и диверсификацией, специализацией и интеграцией. Специализация основана на концентрации деятельности компании в определенной области (отрасли, рынке). Диверсификация компании направлена на расширение номенклатуры товаров и услуг или географической территории или «интеллектуальных знаний». Однако особый интерес вызывает процесс интеграции корпоративных структур, т.е. системное соединение компаний в единое целое. Повышенное внимание к процессам интеграции между компаниями объясняется прежде всего тем, что, во-первых, интеграция очень часто выступает в качестве средства специализации и диверсификации компании, а во-вторых, процессы глобализации обуславливают значительный рост взаимосвязей и взаимозависимостей отдельных экономических систем на макро- и микро- уровнях [32].

В мировой практике существует огромное множество форм межфирменной интеграции: картель, корнер, синдикат, трест, концерн, консорциум, конгломерат, холдинг, союз, ассоциация, франчайза, пул, финансово-промышленные группы. Развитие интегрированных корпоративных структур в нашей стране также набирает обороты, тем более, что определенные элементы интеграции существовали и в социалистической экономике, когда государство уделяло особое внимание совершенствованию и интеграции процессов производства и управления в так называемых приоритетных отраслях экономики.

В современной российской экономике основным и наиболее перспективным направлением эффективной корпоративной интеграции, на наш взгляд, является формирование холдингов. В наиболее явном виде этот процесс наблюдается нефтяной, металлургической, химической, пищевой, лесной промышленности и сельском хозяйстве [86]. Однако появление достаточно большого количества разнообразных холдинговых структур не сопровождается одновременно правовым подкреплением процессов создания и функционирования, решением методологических вопросов организации и управления их деятельностью [76]. В связи с этим возникает множество проблем, связанных с деятельностью холдинговых структур, основными из которых являются: выбор формы организации финансового управления холдингом, проблема координации финансовых потоков внутри холдинга, проблема налогообложения холдингов. Решение этих проблем требует рассмотрения и тщательного анализа экономических и финансовых особенностей функционирования холдингов.

Функционирование любого объекта всегда связано с реализацией какой-либо цели, т.е. решением определенного круга задач, способствующих её достижению. Термин «функционирование» происходит от функции, поскольку функцию можно рассматривать с точки зрения взаимосвязи отдельных частей в рамках некоторого целого объекта, что и есть, по сути, функционирование [67]. Исходя из этого, мы можем говорить о неразрывной связи самого объекта с процессом выполнения им определенных функций.

Функционирование холдингов предполагает осуществление определенных взаимосвязей между отдельными составляющими холдинга как целого объекта. Раскрыть их содержание возможно только, определив, что же представляет собой холдинг [102].

Понятие холдинга возникло за рубежом в США (от англ. holding -«владение акциями», «удержание») в конце XIX века. Поэтому именно в американской экономической науке было впервые определено данное понятие. Холдинговая компания рассматривается в американской литературе как компания, обладающая контрольным пакетом обыкновенных акций других компаний [25]. Следовательно, холдинг представляет собой группу компаний, одна (головная) из которых владеет контрольными пакетами акций других (дочерних компаний).

В отечественной литературе понятие холдинга появилось в конце XX века, и ему сразу попытались дать законодательную основу: «Холдинговой компанией признается предприятие, независимо от его организационно-правовой формы, в состав которого входят контрольные пакеты акций других предприятий» [7]. Как видно, такое российское определение холдинга не многим отличается от зарубежного, но, тем не менее, применение этого определения вызывает ряд затруднений, связанных с противоречивыми нормами данного Указа. В частности, непонятна норма, требующая, чтобы холдинговая и дочерние компании имели организационно-правовую форму только открытого акционерного общества.

## Оценка влияния типа холдинга на структуру его финансовых потоков

Значительное количество исследований российских авторов в области финансового управления направлены на изучение вопросов формирования бюджетов в вертикально-интегрированных холдингах. Тем не менее, во-первых, методология и практика применения системы бюджетирования в холдингах по-прежнему недостаточно разработаны; во-вторых, финансовое управление не ограничивается только формированием бюджетной системы; в-третьих, распространение в настоящее время холдинговых объединений, созданных не только по принципу формирования единой технологической цепочки, требует разработки различных эффективных механизмов финансового управления для холдингов других типов.

В первой главе было отмечено, что тип холдинга во многом определя- .; ется целями его создания и функционирования. Указанные цели формулируется в соответствии с теми или иными преимуществами, которые стремятся получить предприятия (собственники предприятий) в рамках холдинга. Поскольку основная цель холдинга может быть представлена в виде совокупности конкретных стратегических целей, в том числе финансовых, то можем предположить, что финансовая стратегия, в которой выражаются все стратегические цели финансового развития холдинга и которая является важнейшей составляющей его общей стратегии и определяет тип холдинга. Вытекающая взаимосвязь между типом холдинга и его финансовой стратегией позволяет сделать вывод о том, что тип холдинга определяет структуру его финансовых потоков, так как реализация финансовой стратегии конкретного холдинга основана на реализации различных управленческих решений в области управления финансовыми потоками.

В данной главе будет проведена оценка влияния финансового и отраслевого холдинга на состав и структуру его финансовых потоков, проанализированы особенности управления финансовыми потоками в отраслевых и финансовых холдингах, будут предложены основные специфические приемы, используемые в рамках методики факторного анализа финансовых потоков и бюджетирования финансовых и отраслевых холдингов.

Формируя и реализуя различные механизмы, предназначенные для выработки управленческих решений финансового характера в отраслевых и финансовых холдингах следует иметь в виду, что деятельность всех участников холдинга любого типа должна быть связана исключительно общими финансами, что в итоге повышает устойчивость холдинга как формы интеграции, предоставляет возможность эффективно перераспределять финансовые ресурсы, направляя их в «узкие» (проблемные) места, а следовательно, получить положительный синергетический эффект и достичь цели деятельности холдинга. Эффективная финансовая интеграция в рамках холдинга возможна лишь тогда, когда разработаны модели и создана эффективная методика .. управления финансовыми потоками холдинга.

Методический подход к управлению финансовыми потоками отраслевых и финансовых холдингов основывается на:

- анализе величин входящих и исходящих внутрихолдинговых и внеш-нехолдинговых финансовых потоков отраслевых и финансовых холдингов и оценке влияния факторов их определяющих;

- исследовании действующих систем бюджетирования в холдингах различного типа и обеспечении повышения их эффективности;

- оптимизации финансовых потоков холдинга путем разработки моделей управления финансовыми потоками, направленной на оптимизацию величины синергетического эффекта деятельности холдинга;

В целях оценки влияния типа холдинга на структуру его финансовых потоков, проанализируем величины входящих и исходящих внутрихолдинго-вых и внешнехолдинговых потоков отраслевого и финансового холдингов.

В качестве отраслевого холдинга будет выступать вертикально-интегрированный субхолдинг строительного бизнес-направления холдинга смешанного типа «Ликос». Вместе с тем, смешанный холдинг «Ликос» в данном случае будем рассматривать как финансовый холдинг, поскольку, во-первых, холдинг «Ликос» объединяет как предприятия одной отрасли (строительный холдинг), так и не связанные с этой отраслью предприятия; во-вторых, холдинговая компания, также как и в финансовом холдинге, осуществляет финансовое управление только в рамках реализации стратегических целей, а решение финансовых вопросов каждого субхолдинга осуществляется на «местном» уровне; в-третьих, собственников интересует только прибыльность и качество финансового менеджмента участников холдинга.

В состав холдинга «Ликос» входят 10 предприятий, осуществляющих следующие виды экономической деятельности: строительства - ЗАО «Ли-косСтрой», ООО «ЛикосСтройДизайн», 000 «ЛикосСтройИндустрия», 000 «ЛикосПроект», 000 «СПК «Ликос», 000 «ЛикосИнвест»; торговли - , 000 «ЛикосСтройМаркет», 000 «ТД «ЛикосСтальПром»; производства -000 НПП «Энергия» (приложение 2.А).

## Модели управления финансовыми потоками холдинга

Управление финансовыми потоками холдинга, как уже отмечалось во второй главе, включает в себя помимо традиционных функций, их оптимизацию, которая заключается в разработке модели управления ими, предусматривающей централизацию финансовых ресурсов дочерних предприятий и их распределение между участниками, управление расчетами по дебиторской и кредиторской задолженности, управления инвестициями, оптимизацию налогообложения участников холдинга.

Известные механизмы перераспределения финансовых потоков внутри отдельного независимого предприятия не могут быть реализованы внутри холдинга, поскольку бизнес-единицами в холдинговой структуре выступают не отдельные звенья производственной цепочки (подразделения), а самостоятельные юридические лица. В связи с этим в процессе управления финансами холдинга следует исходить из особенностей финансовых отношений как внутри холдинга, так и между его предприятиями и внешней средой.

Разработка модели управления финансовыми потоками холдинга предполагает реализацию следующих концепций финансового менеджмента:

- использования ретроспективной и прогнозной информации - управление финансовыми потоками должно учитывать прошлую информацию о деятельности участников и быть нацелено на получение будущих результатов и достижение целей стратегического развития холдинга;

- временной оценки денег - оптимизация финансовых потоков предполагает обеспечение учета их неравноценности в настоящий момент времени и в будущем;

- сбалансированности - оптимизация финансовых потоков основывается на обеспечении соответствия между входящими и исходящими финансовыми потоками;

- компромисса между доходностью и риском - оптимизация финансовых потоков предполагает распределение финансовых ресурсов в наиболее доходные направления деятельности при одновременном установлении приемлемого уровня риска, ограничивающего доходность финансовых операций;

- альтернативных издержек - распределение и использование финансовых ресурсов холдинга должно осуществляться с учетом оценки потерь доходов, связанных с отказом от альтернативного варианта [28];

- трансфертного ценообразования - при оптимизации финансовых потоков следует учитывать особый подход к определению цен при осуществлении операций внутри холдинга.

При разработке модели управления финансовыми потоками холдинга, необходимо учитывать ряд факторов, которые влияют на процесс управления финансами холдинга. К таким факторам относятся тип объединения предприятий в холдинг, а также вид финансовых потоков (внутренние, внешние,. входящие, исходящие). В результате в процессе оптимизации управления финансовыми потоками необходимо разработать модель управления ими с учетом особенностей финансового управления в отраслевых и финансовых холдингах.

Финансовые потоки холдинга, как и самостоятельного хозяйствующего субъекта, характеризуются значительной неравномерностью поступлений и расходовании денежных средств в рамках отдельных временных интервалов. Эта неравномерность обусловливает необходимость соблюдения принципа эффективности в процессе управления финансовыми потоками холдинга [132].

Эффективность управления финансовыми потоками холдинга предполагает получение дополнительных финансовых возможностей в результате создания холдинга и в процессе его последующего функционирования, т.е. синергетического эффекта. Эффект синергизма выражается любыми дополнительными экономическими и финансовыми преимуществами, образуемыми в результате создания холдинга и прогнозируемыми к получению в процессе его функционирования в результате эффективного управления его финансовыми потоками.

Преобразовывая модель оценки эффективности слияний и поглощений, предложенную Брейли Р. и Майерсом С. [41], сформулируем подход к оценке целесообразности создания и функционирования холдинговых групп.