

## ФИНАНСОВЫЕ ПОТОКИ ХОЛДИНГА: ОБЪЕКТ УПРАВЛЕНИЯ

**В статье рассматриваются финансовые потоки как объект финансового управления в холдинге, предлагаются их классификация и методика расчета входящих и исходящих внутрихолдинговых и внешнехолдинговых финансовых потоков, обосновывается необходимость их оптимизации в целях повышения эффективности финансового управления в холдингах.**

Процесс управления на любом предприятии, в том числе в холдинге, всегда предполагает принятие и реализацию нескольких ключевых управленческих решений, связанных с:

определением состава и структуры имущества предприятия, необходимого для реализации стратегии развития компании;

определением объема и оптимальной структуры источников финансирования активов;

эффективной организацией управления финансовой деятельностью компании.

Решение этих вопросов осуществляется в рамках системы управления финансами, или финансового менеджмента, который является подсистемой всей системы управления компании.

В зависимости от объекта управления в финансовом менеджменте традиционно выделяют три подхода к управлению:

– «имущественный» подход, предполагающий в рамках финансового менеджмента приобретение, финансирование и управление активами (имуществом) предприятия;

– подход, основанный на управлении финансовыми ресурсами предприятия (собственным и заемным капиталом);

– «потоковый» подход, предполагающий управление денежными потоками предприятия [1, с. 8].

По моему мнению, в качестве объекта финансового менеджмента следует рассматривать не активы, не финансовые ресурсы предприятия, а его финансовые потоки. Такая позиция обусловлена несколькими причинами.

Во-первых, выделение активов предприятия в качестве объекта финансового менеджмента представляется достаточно узким подходом, поскольку действия финансового менеджера не ограничиваются приобретением, финансированием и управлением активами. Тем более, что приобретение и финанси-

рование активов предприятия необходимо рассматривать как элемент финансового потока и часть общей политики управления активами, а управление активами – как одну из функций финансового менеджмента.

Во-вторых, рассмотрение в качестве объекта финансового менеджмента финансовых ресурсов и их оборота также представляется несколько ограниченным подходом, поскольку управление финансовыми ресурсами является одной из функций финансового менеджмента, а оборот финансовых ресурсов – лишь один из элементов финансового потока. При этом движение финансовых ресурсов и движение активов предприятия, являясь важными элементами финансового потока, в итоге формируют общий финансовый поток.

Выделяя в качестве объекта финансового менеджмента самостоятельный хозяйствующий субъект, его финансовые потоки и учитывая особенности финансового управления в холдинге, определим финансовые потоки холдинга как объект его финансового менеджмента. Финансовый поток холдинга – совокупность всех поступлений (притоков) и выплат (оттоков) денежных средств участников холдинга, распределенных во времени и генерируемых финансово-хозяйственной деятельностью холдинга, связанной с выполнением основных производственно-коммерческих функций, осуществлением инвестиций, погашением задолженности по полученным кредитам и займам, выплатой дивидендов.

Финансовые потоки холдинга следует рассматривать как совокупность всех потоков:

- внутри холдинговой компании;
- внутри отдельной дочерней компании;
- между холдинговой и дочерними компаниями;
- между дочерними компаниями;
- между участниками холдинга (холдингом как единым хозяйствующим субъектом)

и контрагентами (государством, банками, поставщиками, покупателями, инвесторами, кредиторами и т.д.).

Управление финансовыми потоками холдинга направлено на достижение главной цели его создания и функционирования, под которой понимается получение синергетического эффекта.

Основные задачи финансового управления холдингом решаются в рамках реализации конкретного этапа управления финансовыми потоками:

- анализ сложившейся системы финансовых потоков холдинга;
- планирование и контроль финансовых потоков;
- оптимизация финансовых потоков холдинга.

В основе анализа финансовых потоков организации лежит их классификация. Традиционно финансовые потоки предприятия делят по следующим основным признакам: по видам хозяйственной деятельности; по масштабам обслуживания хозяйственного процесса; по направленности движения денежных средств, по сфере обращения (см. таблицу 1) [2, с. 10], [6, с. 16].

В процессе анализа финансовых потоков холдинга необходимо избегать детализации финансовых потоков по видам хозяйственной деятельности по ряду причин. Во-первых, существуют различия в порядке классификации данных по видам деятельности в соответствии с международными и национальными стандартами финансовой отчетности. В международных стандартах финансовая деятельность (МСФО 7) – это деятельность, которая при-

водит к изменению в размере и составе собственного капитала и заемных средств компании, а согласно российским стандартам, финансовая деятельность связана с осуществлением краткосрочных финансовых вложений, выпуском облигаций, иных ценных бумаг краткосрочного характера, выбытием ранее приобретенных на срок до 12 месяцев акций, облигаций и т.п. В результате денежные поступления в российской практике, например, при выпуске краткосрочных облигаций классифицируются как финансовая деятельность, а долгосрочных – как инвестиционная; в МСФО денежные средства, привлеченные в результате эмиссии облигаций, классифицируются как финансовая деятельность.

Во-вторых, на наш взгляд, финансовая деятельность предприятия представляет собой деятельность по формированию, распределению и использованию финансовых ресурсов предприятия, вследствие чего охватывает не только финансовые отношения между компанией и ее заемщиками и кредиторами, но и все прочие финансовые отношения, связанные с производством и реализацией продукции, возникновением вновь созданной стоимости, осуществлением капитальных и финансовых вложений. Поэтому финансовую деятельность предприятия следует рассматривать гораздо шире взаимоотношений данного предприятия и его кредиторов, заемщиков и акционеров.

Учитывая вышеизложенное, классифицируем финансовые потоки холдинга по трем основным признакам:

1. По сфере обращения финансовые потоки холдинга делятся на внутрихолдинговые и внешнехолдинговые.

Таблица 1. Классификация финансовых потоков предприятия

Классификационный признак	Наименование денежного потока
1. Вид хозяйственной деятельности	– финансовые потоки от текущей деятельности предприятия; – финансовые потоки от инвестиционной деятельности предприятия; – финансовые потоки от финансовой деятельности предприятия.
2. Масштаб обслуживания финансово-хозяйственных процессов	– финансовые потоки по предприятию в целом; – финансовые потоки по отдельным структурным подразделениям предприятия; – финансовые потоки по отдельным хозяйственным операциям.
3. Направленность движения	– входящие финансовые потоки; – исходящие финансовые потоки.
4. Сфера обращения	– внешние финансовые потоки; – внутренние финансовые потоки.

На рисунке 1 внутренним (пунктирным) контуром ограничены внутрихолдинговые финансовые потоки. Они включают в себя четыре категории финансовых потоков:

- внутри отдельной дочерней компании;
- внутри холдинговой компании;
- между холдинговой и дочерними компаниями;
- между дочерними компаниями;

Внешнехолдинговые финансовые потоки ограничены внешним контуром. Они представляют собой потоки между участниками холдинга (холдингом как единым хозяйствующим субъектом) и его контрагентами. При этом финансовые потоки между участниками холдинга для дочерних предприятий холдинга являются внешними, а для холдинга в целом – внутрихолдинговыми.

2. По направленности движения внутрихолдинговые и внешнехолдинговые финансовые потоки классифицируются на входящие и исходящие.

Входящие финансовые потоки холдинга характеризуются совокупностью поступлений денежных средств к участникам холдинга за определенный период времени. Входящие финансовые потоки призваны увеличить сумму денежных средств, остающихся в распоряжении предприятия. Исходящие финансовые потоки холдинга характеризуются совокупностью

выплат денежных средств участниками холдинга за соответствующий период времени [6, с. 17].

В системе финансового менеджмента холдинга входящие и исходящие внутрихолдинговые и внешнехолдинговые финансовые потоки представляют собой единый объект финансового управления. На рисунке 2 представлены внешнехолдинговые входящие и исходящие финансовые потоки.

Входящие и исходящие внутрихолдинговые финансовые потоки идентифицировать несколько сложнее, поскольку один и тот же поток будет являться притоком для одного участника холдинга и оттоком для другого (например, денежные поступления от продажи продукции одним дочерним предприятием другому).

Схема расчета входящих финансовых потоков холдинга представлена на рисунке 3.

Величина входящего финансового потока холдинга определяется размером следующих параметров:

$$\Phi\Pi_{\text{вх}} = \Pi_{\text{пр}} + \Pi_{\text{дфи}} + \Pi_{\text{пр}} \quad (1),$$

где  $\Phi\Pi_{\text{вх}}$  – входящие финансовые потоки холдинга;

$\Pi_{\text{пр}}$  – денежные поступления участникам холдинга от продажи внешним контрагентам;

$\Pi_{\text{дфи}}$  – денежные поступления в виде доходов от имеющихся финансовых инструментов;

$\Pi_{\text{пр}}$  – прочие денежные поступления.

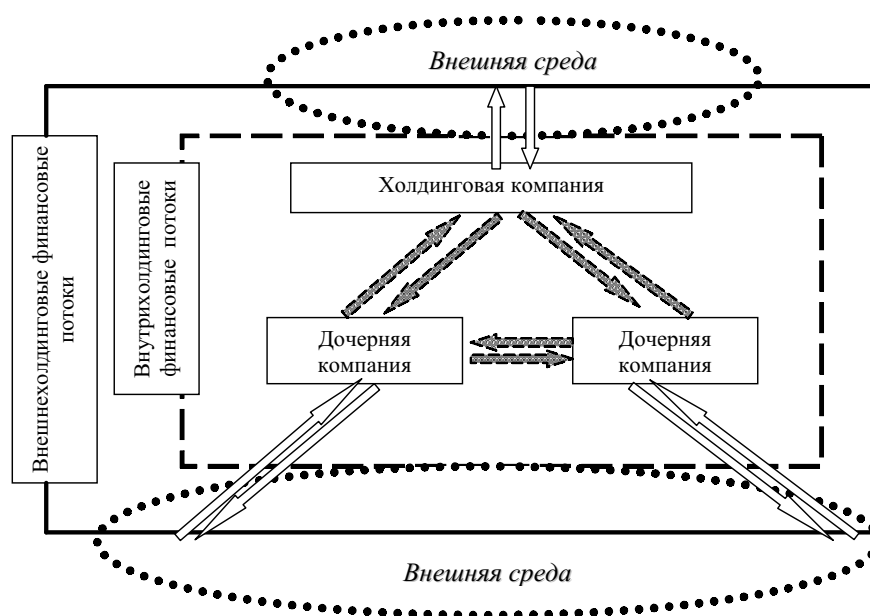


Рисунок 1. Внутрихолдинговые и внешнехолдинговые финансовые потоки

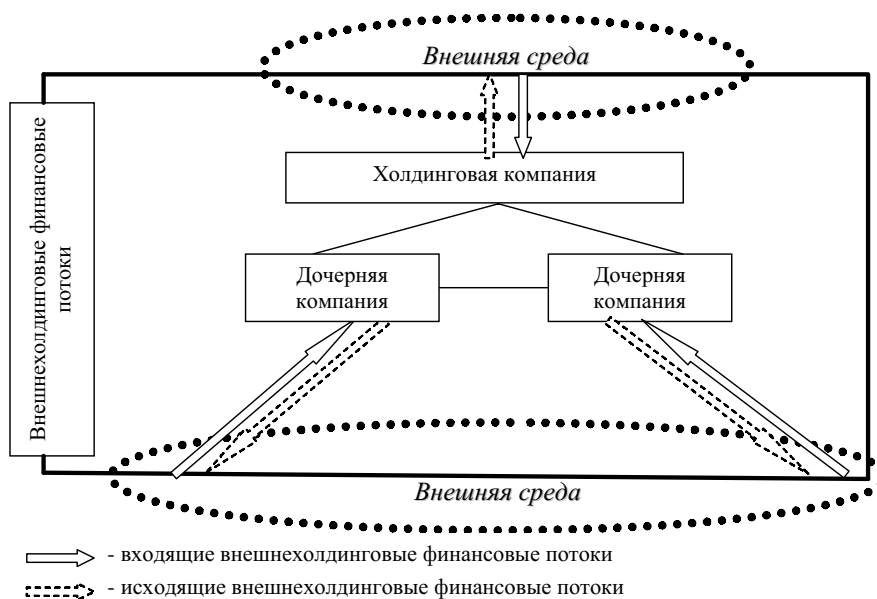


Рисунок 2. Входящие и исходящие внешнехолдинговые финансовые потоки

Поступления от продажи формируются следующим образом:

$$P_{пр} = P_T + P_{ос} + P_{фи} \quad (2)$$

где  $P_T$  – денежные поступления от продажи товаров (работ, услуг);

$P_{ос}$  – денежные поступления от продажи основных средств и нематериальных активов;

$P_{фи}$  – денежные поступления от продажи финансовых инструментов (долговых обязательств, акций (в том числе собственных)).

Поступления в виде доходов от имеющихся финансовых инструментов определяются:

$$P_{дфи} = P_{прд} + P_{дд} \quad (3)$$

где  $P_{прд}$  – денежные поступления в виде процентных доходов (доходов от кредитования, заимствований);

$P_{дд}$  – денежные поступления в виде дивидендных доходов (доходов от акций).

В зависимости от источника денежных поступлений входящие финансовые потоки холдинга определяются как внутрихолдинговые или внешнехолдинговые. Если источником денежных поступлений является участник холдинга (холдинговая или дочерняя компания),

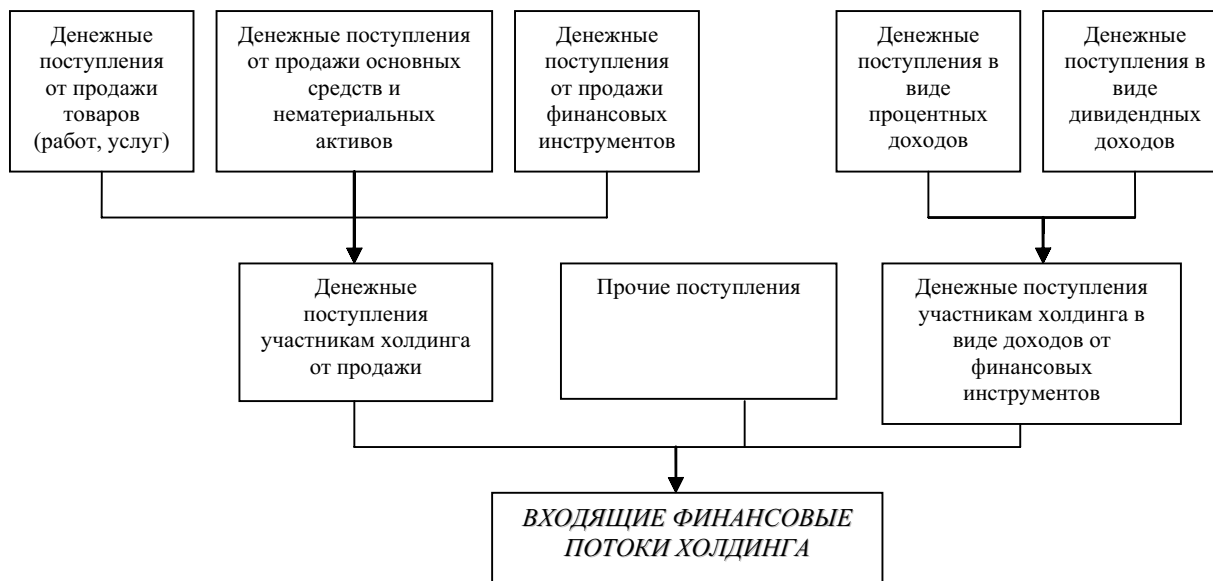


Рисунок 3. Схема расчета входящих финансовых потоков холдинга

то входящие финансовые потоки определяются как внутрихолдинговые. Если же денежные средства поступили из внешней среды (внешних контрагентов), то входящие финансовые потоки являются внешнехолдинговыми.

Величина исходящего финансового потока холдинга определяется по схеме, представленной на рисунке 4.

При этом:

$$\Phi\Pi_{\text{исх}} = V_{\text{фп}} + V_{\text{бф}} + V_{\text{дфи}} + V_{\text{пр}} \quad (4),$$

где  $\Phi\Pi_{\text{исх}}$  – исходящие финансовые потоки холдинга;

$V_{\text{фп}}$  – выплаты денежных средств участникам холдинга для организации деятельности;

$V_{\text{бф}}$  – обязательные платежи участников холдинга;

$V_{\text{дфи}}$  – выплаты доходов по имеющимся финансовым инструментам;

$V_{\text{пр}}$  – прочие выплаты денежных средств.

Выплаты денежных средств участников холдинга для организации деятельности включают:

$$V_{\text{фп}} = V_{\text{пп}} + V_{\text{ос}} + V_{\text{п}} + V_{\text{фи}} \quad (5),$$

где  $V_{\text{пп}}$  – платежи поставщикам и подрядчикам за поставленные материалы, выполненные работы, оказанные услуги;

$V_{\text{ос}}$  – выплаты денежных средств, связанные с приобретением основных средств и нематериальных активов;

$V_{\text{п}}$  – выплаты персоналу;

$V_{\text{фи}}$  – выплаты денежных средств, связанные с приобретением финансовых инструментов (долговых обязательств, акций (в том числе собственных)).

Обязательные платежи участников холдинга складываются из двух составляющих:

$$V_{\text{бф}} = V_{\text{б}} + V_{\text{ф}} \quad (6),$$

где  $V_{\text{б}}$  – налоговые платежи в бюджеты всех уровней;

$V_{\text{ф}}$  – платежи во внебюджетные фонды.

Выплаты доходов по имеющимся финансовым инструментам определяются:

$$V_{\text{дфи}} = V_{\text{прд}} + V_{\text{дд}} \quad (7),$$

где  $V_{\text{прд}}$  – выплаты денежных средств в виде процентных доходов (по кредитам, займам и долговым обязательствам);

$V_{\text{дд}}$  – выплаты денежных средств в виде дивидендных доходов (по эмитированным акциям).

Направление денежных выплат участников холдинга определяет сферу обращения исходящих финансовых потоков холдинга. Так, если денежные средства выплачиваются одним участником холдинга другому, то исходящие финансовые потоки относятся к внутрихолдинговым. Направление денежных средств участником холдинга к внешним контрагентам предполагает внешнехолдинговую среду обращения финансовых потоков.



Рисунок 4. Схема расчета исходящих финансовых потоков холдинга

3. По масштабу обслуживания финансово-хозяйственных процессов финансовые потоки холдинга делятся на консолидированный финансовый поток, финансовые потоки холдинговой компании, финансовые потоки дочерней компании, финансовые потоки бизнес-процесса.

Консолидированный финансовый поток холдинга представляет собой наиболее агрегированный вид финансового потока, который аккумулирует все виды финансовых потоков холдинга, обслуживающих его финансово-хозяйственную деятельность.

Финансовые потоки участника холдинга (холдинговой или дочерней компании) представляют собой входящие и исходящие внешние и внутренние потоки участника холдинга.

Финансовые потоки бизнес-процесса выступают в качестве первичного объекта финансового управления в холдинге. Такие финансовые потоки определяются в том случае, если существует возможность выделения отдельного бизнес-процесса как обособленной составляющей всех финансово-хозяйственных процессов холдинга и идентификации связанных с этим бизнес-процессом всех элементов движения денежных средств.

Аккумулируя все виды финансовых потоков, консолидированный финансовый поток холдинга определяется по схеме, представленной на рисунке 5.

Чистый финансовый поток холдинга характеризует разницу между входящими и ис-

ходящими финансовыми потоками холдинга и является важнейшим результатом финансовой деятельности холдинга, во многом определяющим достижение синергетического эффекта функционирования холдинга [3, с. 15].

Расчет чистого внешнехолдингового финансового потока осуществляется по формуле:

$$\text{ЧФП}_{\text{ВНХ}} = \sum \text{ФП}_{\text{ВНХвх}} - \sum \text{ФП}_{\text{ВНХисх}} \quad (8),$$

где  $\text{ЧФП}_{\text{ВНХ}}$  – чистый внешнехолдинговый финансовый поток;

$\text{ФП}_{\text{ВНХвх}}$  – внешнехолдинговый входящий финансовый поток;

$\text{ФП}_{\text{ВНХисх}}$  – внешнехолдинговый исходящий финансовый поток.

Чистый внутрихолдинговый финансовый поток рассчитывается по формуле:

$$\text{ЧФП}_{\text{ВХ}} = \sum \text{ФП}_{\text{ВХвх}} - \sum \text{ФП}_{\text{ВХисх}} \quad (9),$$

где  $\text{ЧФП}_{\text{ВХ}}$  – чистый внутрихолдинговый финансовый поток;

$\text{ФП}_{\text{ВХвх}}$  – внутрихолдинговый входящий финансовый поток;

$\text{ФП}_{\text{ВХисх}}$  – внутрихолдинговый исходящий финансовый поток.

При определении консолидированного финансового потока холдинга необходимо учитывать ряд параметров, совместное действие которых не влияет на величину данного финансового потока холдинга. К числу таких параметров можно отнести: денежные поступления от продажи продукции одним участником холдинга другому, выплаты, связанные с приобретением холдинговой компанией акций дочерних предпри-

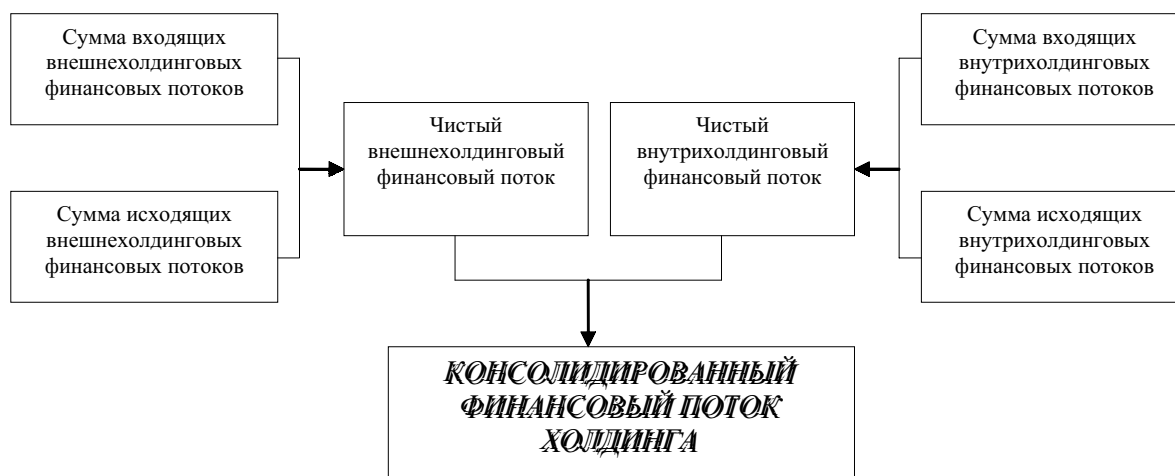


Рисунок 5. Схема расчета консолидированного финансового потока холдинга

ятий, выплаты дивидендного дохода одного участника холдинга другому и др. Поскольку указанные параметры характеризуют движение денежных средств внутри холдинга, между его участниками, то, следовательно, чистый внутрихолдинговый финансовый поток будет равен нулю и при расчете консолидированного финансового потока учитываться не будет.

Таким образом, консолидированный финансовый поток будет включать совокупность всех входящих и исходящих внешнехолдинговых финансовых потоков. При этом консолидированный входящий финансовый поток холдинга определяется совокупностью всех поступлений участникам холдинга за минусом следующих поступлений:

- дочерней компании от холдинговой;
- одной дочерней компании от другой дочерней компании;
- холдинговой компании от дочерней компании.

В консолидированный исходящий финансовый поток холдинга следует включать все выплаты денежных средств участников холдинга за минусом следующих выплат:

- дочерней компанией холдинговой компании;
- одной дочерней компанией другой дочерней компании;
- холдинговой компанией дочерней.

В процессе анализа финансовых потоков холдинга как одного из этапов управления ими необходимо выявлять влияние прямых и косвенных факторов на чистые внутрихолдинговые и внешнехолдинговые финансовые потоки. Под прямыми понимаются факторы, действие которых непосредственно сказывается на консолидированном финансовом потоке холдинга и вызывает пропорциональное изменение входящих и исходящих финансовых потоков. Действие косвенных факторов вызывает непропорциональное изменение объема поступления денежных средств и объема их выплат, связанное, во-первых, с различиями между показателями финансовых потоков холдинга и показателями, формируемыми методом начислений, во-вторых, с организацией перераспределения финансовых потоков холдинга между его участниками [5, с. 62].

Актуальность проблемы построения и реализации системы финансового планирования и контроля в российских холдингах определяется сложностью разработки механизма финансового планирования и обеспечения сбалансированности системы в процессе его реализации. Следует отметить, что данная проблема финансового управления холдинга не осталась незамеченной в современной финансовой литературе. Решения многих исследователей в рамках данной проблемы направлены на разработку методик построения системы бюджетирования в холдинге как важнейшей основы внутрифирменного финансового планирования и контроля [4, с. 59]. Однако, несмотря на всю очевидность и серьезность проблемы, управление финансовыми потоками холдинга не должно сводиться только к организации системы бюджетирования в нем, поскольку получение синергетического эффекта создания и функционирования холдинга возможно лишь в результате оптимизации движения финансовых потоков холдинга.

Оптимизация финансовых потоков холдинга заключается в разработке моделей управления ими, предусматривающих управление расчетами по дебиторской и кредиторской задолженности в рамках внутреннего и внешнего контура, управление инвестициями, оптимизацию налогообложения участников холдинга, централизацию финансовых ресурсов дочерних предприятий и их распределение между участниками.

Разработанные в настоящее время 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 и 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 моделей управления финансовыми потоками холдинга предполагает

реализацию основных концепций финансового менеджмента:

– использования ретроспективной и прогнозной информации – управление финансовыми потоками должно учитывать прошлую информацию о деятельности участников и быть направлено 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;

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

При разработке моделей управления финансовыми потоками холдинга необходимо учитывать ряд факторов, которые влияют как на сам процесс управления финансами холдинга, так и на его оптимизацию. К таким факторам относятся тип объединения предприятий в холдинг, а также вид финансовых потоков (внутрихолдинговые, внешнехолдинговые, входящие, исходящие). В результате в процессе оптимизации управления финансовыми потоками необходимо разработать модели управления входящими и исходящими финансовыми потоками отдельно для операционных и финансовых холдингов, либо интегрированную модель управления.

В процессе разработки модели оптимизации финансовых потоков холдинга первоочередным является решение вопросов, касающихся централизации финансовых ресурсов и их распределения и использования в целях обеспечения бесперебойной и эффективной деятельности участников холдинга как отдельных субъектов и холдинга как единого целого.

Таким образом, рассмотренный подход к управлению финансами холдинга позволяет выявить большое количество проблем на каждом из этапов управления финансовыми потоками холдинга, требующих продуманных, обоснованных, интересных и эффективных управленческих решений финансового характера, которые будут способствовать реализации финансовой стратегии развития холдинга и получению синергетического эффекта в течение всего срока его жизни.

#### Список использованной литературы:

1. Горбунов А.Р. Управление финансовыми потоками. Проект «сборка холдинга». – 5-е изд. – М.: Глобус, 2004. – 240 с.
2. Ильшева Н.Н., Крылов С.И. Анализ финансовых потоков организации // Экономический анализ: теория и практика. – 2004. - № 1. – С. 10.
3. Морозов С. Денежные потоки предприятия // Аудит и налогообложение. – 2003. - № 1. – С. 14.
4. Сваталова Ю.С. Построение системы бюджетирования в холдингах // Финансы. – 2006. № 8. – С. 59.
5. Сорокина Е.М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. – 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 176 с.
6. Чикарова М.Ю. Денежные потоки предприятия: проблемы классификации // Экономический анализ: теория и практика. – 2005. № 8. – С. 16.

Статья поступила в редакцию 20.08.07