**Оборотный капитал холдинга: принципы и эффективность управления**

Ольга Романенко, эксперт-аналитик

В первой половине 90-х гг. прошлого столетия украинские предприятия почти утратили денежный оборотный капитал из-за инфляции, жесткой денежной политики, низкой платежной дисциплины. Причинами этого стали отсутствие эффективных процедур банкротств, слабость государственных институтов, неплатежи государства по своим обязательствам. В результате в Украине сформировалась немонетарная экономика всеобщего бартера и неплатежей: сырьевой сектор стал чистым кредитором в межотраслевом балансе неплатежей, а обрабатывающая промышленность и АПК — чистым должником. Руководители крупных предприятий отдавали предпочтение неденежным средствам платежа вследствие конфликта интересов с собственниками, кредиторами и налоговыми органами.

Возможности эффективного управления оборотным капиталом на рыночных принципах появились лишь в конце 90-х гг., вследствие роста валютной выручки и повышения степени монетизации экономики.

Однако доля финансово благополучных предприятий в конце 90-х гг. была достаточно низкой. Хотя объем производства на большинстве предприятий в 2001-2002 гг. продолжал расти, произошла дальнейшая дифференциация отраслей по состоянию оборотных средств, усилилась концентрация прибыли в сырьевых отраслях, прежде всего в нефтяной промышленности и металлургии, где собственный оборотный капитал достигает рекордного за последние годы значения. В других отраслях, особенно в легкой и пищевой промышленности рост импорта (2001-2002 гг.), цен на энергию и транспортных тарифов ухудшили финансовое положение.

Таким образом, наиболее актуальными вопросами для современного этапа формирования и реструктуризации холдингов есть:

принципы управления оборотным капиталом холдинга в современных украинских условиях;

показатели эффективности использования оборотного капитала бизнес-единиц;

пути перехода к бюджетному управлению финансовыми потоками холдинга;

основные направления факторного анализа использования оборотного капитала.

**Особенности управления капиталом холдинга**

Капитал холдинга состоит преимущественно из ценных бумаг и других быстрореализуемых активов, сконцентрированных в резервных и инвестиционных фондах, а не из товарно-материальных запасов, незавершенного производства и текущей дебиторской задолженности, которая принадлежит дочерним компаниям.

Источниками увеличения капитала холдинга является рост его рыночной капитализации, дополнительная эмиссия акций и корпоративных облигаций, реструктуризация долговых обязательств по более низкой доходности, капитализация прибыли, рациональное использование амортизационного фонда, т. е. управление активами бизнес-группы.

Показателями эффективности использования оборотного капитала холдинга являются рост рыночной капитализации холдинговой бизнес-группы, рентабельность использования капитала, срок окупаемости (возврата) инвестиций, соотношение платы за кредит и рентабельности его использования. В то же время показателем эффективности использования оборотного капитала дочерних предприятий служит скорость оборота материальных оборотных средств (производственных запасов и т. д.). Таким образом, управление финансовыми потоками в холдинге связано в основном с операциями на фондовом, кредитном и валютном рынках, инвестиционными проектами, слияниями и поглощениями фирм.

Важным инструментом в управлении оборотным капиталом холдинга является выпуск корпоративных облигаций. Они имеют такие преимущества:

облигации относительно безопасны с точки зрения защиты от враждебных поглощений;

ослабляют зависимость от одного кредитора;

в сравнении с банковскими кредитами и векселями облигации выгоднее, так как имеют налоговые и стоимостные преимущества, позволяют увеличить срок кредитования и снизить цену заемных средств.

Эффективность управления оборотным капиталом холдинга в значительной мере зависит от реализации таких принципов

1. Консолидация финансов предусматривает составление баланса, отчета о финансовых результатах и потоках денежных средств. Высокая степень объединения активов вплоть до их слияния требует построения консолидированного баланса, который полностью включает балансы всех участников холдинга. Поскольку структура баланса коммерческого банка совершенно отличается от структуры балансов торговых и промышленных предприятий, то каждый участник холдинга должен вести отдельный баланс в отношении части собственных ресурсов, используемых вне деятельности холдинга.

Консолидация финансовых ресурсов и ведение консолидированного баланса способствует снижению неплатежей как внутри холдинга, так и по отношению к внешним контрагентам. Это происходит благодаря тому, что агрегированный баланс позволяет вести централизованный учет однородных групп расходов и эффективный контроль над использованием финансовых ресурсов, а также взаимозачет платежей.

Согласно национальному положению (стандарту) бухгалтерского учета 20, холдинговые компании обязаны составлять и публиковать «консолидированную отчетность», которая отличается от «сводной отчетности». Сводная финансовая отчетность составляется путем механического сложения одинаковых статей отдельных балансов подчиненных предприятий в масштабах определенной структурной единицы (например, регионального отделения). Это происходит в том случае, когда субъект, который составляет отчетность, является организующей надстройкой, а не партнером в хозяйствовании. По такой схеме составляется отчетность филиалов и представительств холдинга.

Поскольку холдинговая компания представляет собой группу юридически самостоятельных, но экономически и финансово взаимосвязанных компаний, где материнская компания играет доминирующую роль, а дочерние фирмы являются подконтрольными, то представить результаты деятельности и финансовое состояние такой группы в целом   
возможно на основе консолидированной отчетности. При этом каждое юридически самостоятельное подразделение (предприятие) ХК должен вести бухгалтерский учет собственных операций и оформлять их результаты в виде финансовой отчетности.   
В экономической литературе выделяют две специфические особенности, которые характерны для консолидированной отчетности:

Во-первых, она не является отчетностью юридически самостоятельной коммерческой организации, ее цель — не выявление налогооблагаемой прибыли, а лишь получение общего представления о деятельности корпоративной группы, то есть она имеет явным образом выраженную аналитическую направленность.

Во-вторых, консолидация не является простым суммированием одноименных статей финансовой отчетности компаний группы: в консолидированную отчетность не включают соглашения между членами корпоративной семьи; показывают только активы и обязательства, доходы и затраты от операций с третьими лицами. Любые внутри-холдинговые финансово-хозяйственные операции идентифицируются и в процессе консолидации исключаются. Составление консолидированной отчетности осуществляется по специальным алгоритмам на основе данных учета и отчетности участников группы.

Консолидированная отчетность составляется с целью определения финансового состояния компаний, их вложений в капиталы других юридических лиц, операций и соглашений с этими юридическими лицами, возможностей управления их деятельностью, а также с целью определения совокупной величины рисков и собственных средств (чистых активов) консолидированной компании.

Составление консолидированной бухгалтерской отчетности в холдинговой компании целесообразно совершать на основе следующих принципов, определенных международными стандартами І.А.S.:

показатели активов и пассивов бухгалтерских балансов подразделений холдинговой компании суммируются;

в указанной отчетности отображается инвестиционная деятельность компании в целом. Инвестиции, направленные отдельными подразделениями к главной компании, и средства, внесенные ими в ее уставный капитал, в отчетности не отображают;

показатели бухгалтерского баланса и финансовые результаты, которые характеризуют объемы реализации товаров (работ, услуг), обязательства и расчеты между главной компанией и подразделениями, в отчетность не включаются;

прибыль и убытки каждого подразделения холдинговой компании показываются в отчетности в развернутом виде.

Согласно концепции Международных стандартов бухгалтерского учета и национальных положений (стандартов) бухгалтерского учета, существуют требования к процессу консолидации в холдинговых компаниях. Стандарты предусматривают возможность выбора учетной политики при отражении фактов хозяйственной деятельности в финансовой отчетности.

Теоретической основой составления финансовой отчетности холдинговой компании как группы есть концепция экономического единства, основой которой является предположение относительно экономического единства предприятий группы, которая предусматривает фактическую потерю дочерними предприятиями своей экономической самостоятельности при сохранении юридической. Исходя из этого концептуального предположения, главное предприятие должно сформировать корпоративную концепцию консолидации, которая включает совокупность конкретных принципов, предположений, ограничений и правил для подготовки и представления финансовой отчетности всех подконтрольных предприятий холдинга.

Таким образом, главная компания холдинга является центром формирования и распределения финансовых ресурсов, а также инвестиционным институтом.

Еще одним положительным следствием консолидированной формы финансовой отчетности есть то, что она позволяет транснациональным холдингам избавиться от двойного налогообложения, в т. ч. в рамках СНГ. А многократное налогообложение продукта формально независимых юридических лиц (особенно НДС) значительно увеличивает конечную цену реализации, что делает его неконкурентоспособным на мировых рынках. К сожалению, чисто украинские холдинги не имеют таких преимуществ в налогообложении, поскольку наше законодательство не предусматривает подобных льгот.

2. Согласование интересов акционеров, менеджеров и работников холдинга, защита от враждебных структур. Финансовые интересы отдельных субъектов холдинга различны: дирекция ориентируется, прежде всего, на контроль над финансовыми потоками с использованием офф-шоров, работники — на сохранение рабочих мест и повышение оплаты труда, акционеры, особенно нестратегические — на максимизацию дивидендов без учета перспективных интересов компании. Для эффективного управления капиталом важным является ориентация на максимальное удовлетворение ожиданий всех указанных ранее лиц.

Самыми распространенными методами враждебного захвата являются метод «тун-нелирования» и метод «гринмэйла». Эффект «туннелирования» — это отчуждение активов и прибыли холдинга с помощью подставных фирм лицами, контролирующими финансовые потоки, без нарушения буквы закона. «Гринмэйл» — это финансовые операции по покупке части акций компании с целью корпоративного шантажа — угрозы передачи акций конкурентам с требованием их выкупа по ценам намного выше рыночных. Эту технологию использовали международные спекулянты К. Дарт и Э. Стоке, в Японии — группы «сокайя», которые шантажировали крупные холдинги, срывая собрания акционеров. В России этот метод использовался в 2001 г. на Волгоградском заводе буровой техники, а в более широких масштабах — для скупки долгов и банкротства вполне устойчивых фирм.

Данную проблему целесообразно решать посредством консолидации пакетов акций холдинга, перехода на единую акцию, уточнения процедуры принятия решений в уставах ОАО.

3. Переход к международным стандартам финансового учета, которые обеспечивают более полное отражение рыночной цены активов холдинга, ее изменение по сравнению с балансовой стоимостью, доходы и расходы, фактически имевшие место в данном году, а также позволяют создать резервы для покрытия непредвиденных убытков. Особое значение имеет включение прав на патенты и ноу-хау в нематериальные активы, использование их стоимости в качестве вклада учредителей в уставный капитал, освобождение патентно-лицензионных операций (кроме посреднических) от НДС. При этом имущество и обязательства организации учитываются отдельно от имущества и обязательств ее собственников.

Использование современных компьютерных технологий позволяет составлять бухгалтерский баланс и увязанные с ним отчеты о финансовых результатах, изменениях капитала и движении денежных средств по каждой бизнес-единице холдинга. При этом необходима структуризация бюджета доходов и расходов (БДР) для холдинга и центров финансовой ответственности и учета — центры прибыли, затрат и инвестиций (ЦФО) в его составе. Для этого следует определить: перечень центров учета для БДР; статьи БДР по каждому центру учета; статьи БДР, относимые к компании в целом (бюджет А); статьи консолидированного БДР компании (бюджет В: объединяет бюджеты ЦФУ и бюджет А); схему консолидации; порядок разнесения данных статей бюджета А по ЦФО.

Для получения соответствующей информации разрабатываются методики планирования данных для бюджетов ЦФО, бюджетов А и В, а также учета исполнения бюджетов ЦФО и бюджета А, определяются сроки и ответственные за разработку планов и представления отчетов, включая итоговые финансовые показатели. Регламентируется также порядок использования БДР в системе управления.

4 Организация финансового анализа, мониторинга и прогнозирования платежеспособности холдинговой компании и ее дочерних фирм.

Для холдинга особое значение имеют такие аспекты:

управление затратами на основе анализа рациональности их распределения между издержками постоянными и переменными (расчет точки безубыточности), общефирменными и относимыми за счет отдельных ЦФО, а также между различными статьями затрат: материалы, энергия, оплата труда, накладные расходы);

управление оборотным капиталом на основе моделирования бизнес-процессов и трансакционных издержек (анализ эффективности затрат на изучение спроса, рекламу, хранение запасов, транспортировку материалов, готовой продукции и полуфабрикатов внутри фирмы и т. д.).

Управление оборотным капиталом включает в себя пять элементов: управление денежными средствами, рыночными ценными бумагами, дебиторской задолженностью, товарно-материальными запасами и краткосрочными обязательствами.

На практике холдинг управляет денежными средствами и рыночными ценными бумагами. По отношению к остальным звеньям системы управления оборотным капиталом он выполняет в основном методические функции.

Таким образом, управление оборотным капиталом со стороны холдинга происходит благодаря реализации следующего комплекса действий:

Консолидация денежных потоков холдинга с целью их упорядочения, централизации контроля, налогового планирования. Для минимизации налоговых и таможенных платежей целесообразно использовать систему внутрихозяйственных трансфертов и расчетных цен.

Выбор способа финансирования активов компании, обеспечивающего наилучшее соотношение между прибыльностью и риском, хеджированный подход к финансированию, рациональное соотношение краткосрочного и долгосрочного внутреннего и внешнего финансирования.

Увеличение рыночной капитализации холдинговой компании за счет рациональных операций на фондовом и валютном рынках, дивидендной политики, слияний и поглощений, улучшения деловой репутации холдинга.

Привлечение дополнительных инвестиций путем дополнительной эмиссии акций, корпоративных облигаций и других ценных бумаг, вексельного обращения, управления кредитом, использования лизинга и арендных форм финансирования.

Управление портфелем инвестиций и наиболее важными инвестиционными проектами.

Создание и управление внутрикорпоративными финансовыми резервными фондами, амортизационным и пенсионным фондом.

Оптимизация системы материально-технического снабжения, включая распределение запасов по уровням, сбытовой политики, системы работы с дебиторами и оборотными средствами холдинговой компании в целом разработкой механизма нормирования оборотных средств, финансового планирования, учета и анализа.

**С-исок литературы**