

Министерство науки и высшего образования Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования

«Южно-Уральский государственный университет
(национальный исследовательский университет)»
Высшая школа экономики и управления
Кафедра «Финансовые технологии»

РАБОТА ПРОВЕРЕНА
Руководитель ОРРБ ПАО «ВТБ»
_____ Н.Ш. Деревскова
« ____ » _____ 2019 г.

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ
Заведующий кафедрой, д.э.н., проф.
_____ И.А. Баев
« ____ » _____ 2019 г.

Анализ финансовой структуры холдингов различных типов

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА МАГИСТРА
ЮУрГУ – 38.04.08.2019.301/575.ВКР

Руководитель работы, доцент, к.э.н.
_____ М.В. Подшивалова
« ____ » _____ 2019 г.

Автор
студент группы ВШЭУ – 245
_____ Е.А. Мелконян
« ____ » _____ 2019 г.

Нормоконтролёр, ст. преподаватель
_____ Е.Ю. Куркина
« ____ » _____ 2019 г.

Челябинск 2019

АННОТАЦИЯ

Мелконян Е.А. Анализ финансовой структуры российских холдингов различных типов. – Челябинск: ЮУрГУ, ВШЭУ-245, 153 стр., 26 ил., 36 табл., библиограф. список – 23 наим., 0 прил.

Цель выпускной квалификационной работы – анализ финансовой структуры российских холдингов операционного и финансового типа на примере ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром».

В ходе проведения работы для достижения цели были изучены существующие виды холдинговых структур и методы их формирования, проведен анализ процесса формирования холдинговой структуры в РФ и за рубежом, дана характеристика предприятиям ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром», проведен анализ финансового состояния холдингов операционного и финансового типа, проведен анализ денежных коэффициентов, рассчитан чистый финансовый поток.

Для наглядности расчётные данные были систематизированы в таблицы, графики и диаграммы.

ABSTRACT

Melkonyan E.A. Analysis of the financial structure of Russian holdings of various types. – Chelyabinsk: SUSU, HSEM-245, 153 pp., 26 fig., 36 tables, bibliographic list – 23 titles, 0 appendixes.

The purpose of the final qualifying work – analysis of the financial structure of Russian holdings of operational and financial type on the example of PJSC «Rosneft» and PJSC «Gazprom».

In the course of the work to achieve the goal, the existing types of holding structures and methods of their formation were studied, the process of forming a holding structure in Russia and abroad was analyzed, the characteristic of the enterprises of PJSC «Rosneft» and PJSC «Gazprom» was given, the analysis of the financial condition of the holdings of operational and financial type was carried out, the analysis of cash ratios was carried out, the net financial flow was calculated.

To visually illustrate the calculated data they are systematized in tables and shown as charts, graphs and diagrams.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	8
1 НАУЧНО–МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К СОЗДАНИЮ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЮ ХОЛДИНГОВ	11
1.1 Основные понятия и виды холдингов.....	11
1.2 Современные методы формирования холдингов в РФ и за рубежом.....	29
1.3 Стили управления холдингом. Преимущества и недостатки холдингов	42
2 АНАЛИЗ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО ТИПОВ НА ПРИМЕРЕ ПАО «НК РОСНЕФТЬ» И ПАО «ГАЗПРОМ»	52
2.1 Сравнение методик образования холдингов в РФ и мире	52
2.2 Характеристика ПАО «НК Роснефть» и анализ финансового состояния предприятия.....	66
2.3 Характеристика ПАО «Газпром» и анализ финансового состояния предприятия.....	94
3 АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ ХОЛДИНГОВ ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО ТИПОВ	125
3.1 Коэффициентный анализ денежных потоков ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром»	125
3.2 Расчёт чистого финансового потока для «НК Роснефть» и «Газпром».....	137
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	148
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	152

ВВЕДЕНИЕ

Какой из самых важных вопросов задает себе руководство любого предприятия? По какому же пути пойти: приобрести уже имеющееся производство или же создать новое? Создать личную систему продвижения или же приобрести у конкурентов? Грядущим вопросом, который стоит перед управлением, считается состав участников бизнес-проекта и величина денежных средств, которая необходима для действенного управления и становления бизнеса. Вслед за этим задается вопрос о возможности вхождения в уже существующий бизнес.

Покупка уже функционирующего предприятия, во-первых, сберегает время, поскольку там уже установлено все необходимое для производства оборудование, существуют связи с поставщиками и клиентами, работает персонал, который имеет опыт в изготовлении предоставленной ему продукции – таким образом, возможно выиграть от приобретения подобной компании, в отличие от варианта, где необходимо начинать все «с нуля».

Также, все компании стараются прибегнуть к таким инструментам, как слияния, поглощения и реструктуризация, для того чтобы приспособиться к довольно быстро меняющейся среде в условиях глобальной экономики страны.

Одной из самых популярных форм предпринимательских объединений в современной России считаются холдинги, которые формируются буквально во всех наиглавнейших секторах экономики.

Холдинговая компания – это система коммерческих организаций, включающая в себя «управляющую компанию», которая обладает контрольными пакетами акций дочерних фирм. При этом холдинги являются эффективной формой организации предпринимательской деятельности, так как они дают возможность соединять гибкость и мобильность небольших формально самостоятельных организаций и масштаб деятельности крупных корпораций.

Изучение закономерностей возникновения такого явления демонстрирует, что первые холдинги в мире стали создаваться в качестве механизма управления

денежным капиталом, то есть холдинг играл роль финансового центра, который управлял денежным состоянием членов рынка, а также в качестве метода восстановления и обновления кооперационных связей между участниками хозяйственного оборота.

В России первые холдинговые компании появились после принятия 3 июля 1991 года Закона РФ «О приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации».

Холдинговые компании рассматривались как адекватная форма разгосударствления крупных предприятий, объединений, концернов с задачей сохранения при этом технологических и кооперационных связей между входящими в них структурными единицами.

Основная масса холдингов в России создавалась в период быстрого накопления капитала без единой стратегии по принципу покупки большого числа активов из самых различных секторов экономики. Первыми навели порядок в управлении активами крупные холдинговые структуры, но до сих пор на рынке большое количество средних компаний, в которых производство пищевых продуктов уживается с торговлей электротехникой и импортом автомобилей.

В любом случае, общая тенденция такова, что численность холдингов в России увеличивается, существующие структуры разрастаются, а их значимость в экономике страны повышается. Этот процесс неминуем. Чтобы на равных соперничать с западными компаниями, влиять на рынок и государственные органы, бизнес укрупняется.

Актуальность работы, также подтверждается тем, что государство содействует созданию на каждом привлекательном для страны рынке крупного холдинга, который был создан в результате реформирования целых отраслей экономики, и деятельность которых, имеет значение для населения страны в целом. Вследствие этого в России целесообразно создание холдингов в технологических сферах, сопряженных между собой.

Создание холдинга – это не единовременное мероприятие, а перманентная работа, в ходе которой приобретаются высокорентабельные предприятия и освобождаются от убыточных.

В итоге темой работы явилось изучение холдингов как всеохватывающего явления и анализ финансовой структуры холдингов различного типа.

В рамках данной дипломной работы ставятся несколько задач:

1. Исследование основных этапов построения холдингов;
2. Обобщение всевозможных методик создания холдинговых структур;
3. Выделение сильных и слабых сторон холдингов;
4. Проведение финансового анализа холдингов операционного и финансового типа;
5. Проведение анализа денежных коэффициентов предприятий;
6. Анализ финансовых структур холдингов
7. Выработка предложений по совершенствованию управления холдинговыми компаниями.

Объектом данного исследования являются холдинговые компании.

Предметом исследования являются основные финансовые структуры холдингов различного типа.

1 НАУЧНО–МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К СОЗДАНИЮ И ФУНКЦИОНИРОВАНИЮ ХОЛДИНГОВ

1.1 Основные понятия и виды холдингов

В ходе изучения вопроса возникновения холдингов можно отметить две главные позиции, которые были обоснованы в работах ученых, изучавших холдинги.

1. Первая позиция основывается на том, что первым местом возникновения холдинговых объединений считаются Соединенные Штаты 1870 — 1890-х гг.

Становление экономики США в этап, совпадающий с основанием холдинговых компаний, происходило в годы общей высокой конъюнктуры (1850 — 1873 гг.). В качестве меры против разрушительной конкуренции в области цен железнодорожные компании Америки условились о создании картелей. Поскольку все данные объединения, базирующиеся на договорных началах, всякий раз разваливались вследствие противоречий в интересах, то появлялось значительное стремление соединить капитал, создав единое головное общество, которое необходимо держать под контролем отдельные юридически самостоятельные железнодорожные компании. По подобной схеме объединения предприятий была, например, создана в 1870 г. «Pensylvania Railroad Company» [1].

Такие же структуры формировались еще в табачной, сахарной, сталелитейной и нефтеперерабатывающей индустрии. В отличие от объединений в системе железных дорог эти объединения создавались не как «кризисный картель» против разорительных конкурентных отношений, а с целью установления более сильного господства на рынке. Формой объединения, в данных секторах экономики, был избран трест, который был в первый раз официально использован в 1882 г. «Standard Oil Company», как форма слияния.

В этап воздействия антимонопольного законодательства, которое стремилось к ограничению монополизации, которая наносила урон конкуренции, образование трестов было оглашено нелегальным. Это привело к тому, что сталелитейная

и нефтеперерабатывающая индустрия начала создавать компании, целью которых было исключительно владение долями участия и единое руководство зависимыми хозяйственными обществами, объединенными раньше в такую форму организации как трест.

Правовая база организации холдинговых компаний была создана в 1889 г., когда в штате Нью-Джерси, одном из более свободных для предпринимательства, с целью расширения корпоративной системы были разрешены к созданию холдинговые объединения. Вследствие этого после 1889 г. почти все тресты в США были преобразованы в холдинговые компании. Бурное становление холдингов на тот момент было вызвано еще и стратегией присоединений, поглощений независимых компаний, покупки финансовыми компаниями контрольных пакетов акций промышленно-транспортных компаний. Такая новая форма объединения корпоративных компаний (акционерных обществ) оказалась довольно жизнестойкой и стала вырастать достаточно быстрыми темпами.

Уже к 1928 г. из 513 самых крупных корпораций США, акции которых котировались на Нью-Йоркской фондовой бирже, 487 имели холдинговую организацию, при этом 92 компании считались чистыми холдингами и 395 смешанными холдингами.

2. В работах других ученых деятелей так называемой родиной холдинга является континентальная Европа или же Англия. Даты основания первых холдинговых компаний приходятся на этап между 1822 и 1890 годами. К примеру, в 1822 г. была основана компания «Societe Generalede Belgique», в 1886 г. в Лондоне была создана «The Nobel Dynamit Trust Company», а в 1879 и 1890 гг. в Швейцарии были основаны холдинговые компании «Банк восточных железных дорог» и «Швейцарский железнодорожный банк».

Стоит отметить, что европейские холдинги развивались немного иначе, нежели холдинги в Америке. Происхождение холдинговых компаний в Европе было нацелено исключительно на вложение капитала и совпадает с исходной фазой европейских процессов индустриализации.

В середине XIX в. были учреждены общества, задача работы которых состояла в том, чтобы аккумулировать средства для последующего их инвестирования. Типичными представителями были так называемые общества принятия ценных бумаг, которые аккумулировали неспособные к эмиссии доли небольших предприятий, а вслед за тем выпускали личные акции и облигации [2].

В конце девятнадцатого столетия была замечена новая конфигурация холдинговых обществ. Капитал, накопленный во время фазы индустриального строительства и развития, инвестировался в новые, более выгодные области. Появились общества, к примеру, «Банк восточных железных дорог», целью которого было вложение капитала в виде долевого участия в хозяйственные общества, которые находятся за пределами Европы.

Начиная с 1920-х гг., холдинговые компании стали обширно применяться как средство привлечения внешнего капитала и понижения налогов, и с 1960-х гг. они обширно применяются как одно из составных звеньев при решении задач налогового планирования, в том числе, и за счет регистрации компаний в государствах с льготным налогообложением.

Понятие холдинга в экономической и правовой сферах

Итак, что же такое холдинг и холдинговая компания? Не все имеют возможность четко дать определения этим понятиям и, прежде всего, здесь находится пробел в законодательном регулировании таких предпринимательских структур, каковыми считаются холдинги. Данным понятиям в российском законодательстве уделено недостаточно внимания. До сих пор не принят закон «О холдингах», проект которого был отклонен президентом РФ в июле 2002 года.

Определение холдинговой компании можно найти только во Временном положении о холдинговых компаниях, создаваемых при преобразовании государственных предприятий в акционерные общества утв. Указом Президента РФ от 16.11.1993г. №1392. «Холдинговой компанией, признается предприятие, независимо от его организационно-правовой формы, где в состав активов которого входят контрольные пакеты акций/долей участия других предприятий.

На основании этих контрольных пакетов холдинговая компания влияет на решения, принимаемые этими предприятиями». В качестве «контрольного пакета акций» говорится о любой форме участия в капитале хозяйственного общества, которая обеспечивает безусловное право принятия или отклонения определенных решений на общем собрании его участников (акционеров, пайщиков) и в других органах управления». Но поскольку акции имеют все шансы заполнять уставные капиталы лишь только акционерных обществ, формулировка несколько некорректная. Недостатки Положения можно объяснить тем, что с этапа его принятия (1992 г.) российская экономика и право оживленно развивались и менялись в ряде случаев самым существенным образом. Больше о каком-либо механизме создания холдингов и разъяснении этого термина нигде не говорилось [3].

Отсутствие четкого определения в законодательстве понятий холдинга и холдинговой компании объясняет то, что и в юридической литературе существуют разные взгляды на данные понятия.

Взгляды специалистов можно условно разделить на несколько групп. Первая группа специалистов определяет понятия «холдинг» и «холдинговая компания» как группировку юридических лиц, не проводя различия между ними.

Вторая группа специалистов предлагает различать понятия «холдинг» и «холдинговая компания»: по их мнению, понятие «холдинг» в широком значении необходимо понимать как группировку юридических лиц, включая основное общество (головную организацию), и дочерние общества. «Холдинговая компания» понимается, в узком смысле, как юридическое лицо в форме хозяйственного общества, которое держит под контролем других членов объединения.

Третья группа оценивает холдинг или же холдинговую компанию как предприятие, создаваемое для управления другими организациями.

Например, В.В. Лаптев говорит о холдинге как совокупность взаимосвязанных участников (хозяйствующих субъектов), осуществляющих общую деятельность.

При этом В.В. Лаптев буквально разграничивает понятия «холдинг» и «холдинговая компания», когда говорит о том, что «в холдингах функции по приобретению прав и обязанностей от имени холдинга (участников холдинга) осуществляет холдинговая компания, действующая в интересах участников холдинга на основании договора о создании холдинга».

В.В. Данников под холдинговой компанией понимает управляющую компанию концерна, который в свою очередь состоит из системы юридически самостоятельных фирм и филиалов [4].

Довольно интересно дает определение Т.В. Кашанина, что холдинг – это «не столько добровольное, сколько вынужденное объединение корпораций для того, чтобы не пропасть, а выжить и, может быть, даже повысить свою конкурентоспособность». В трактовке М.П. Голубева «холдинг – это совокупность структур, объединенных едиными долгосрочными интересами и устойчивыми бизнес-процессами, собственники которых обеспечили контроль за ключевыми активами и бизнес-процессами».

Достаточно серьезный анализ понятия холдинга предлагает Шиткина И.С. Она оценивает понятия «холдинг» и «холдинговая компания» как равнозначные. «Холдинг представляет собой форму предпринимательского объединения, т.е. группу организаций (участников), основанную на отношениях экономической зависимости и контроля, участники которой, сохраняя формальную юридическую самостоятельность, в своей предпринимательской деятельности подчиняются одному из участников группы – холдинговой компании (головной организации), которая оказывает определяющее влияние на принятие решений другими участниками группы» [5].

Определение, данное в Российском энциклопедическом словаре: «Холдинг-компания (англ. holding – владеющий) – акционерная компания, использующая свой капитал для приобретения контрольных пакетов акций других компаний с целью установления контроля над ними». То есть в данном определении раскрывается традиционное понимание холдинга (с экономической

точки зрения) – есть акционеры, владеющие акциями, которые сами управляют холдинговой структурой или же доверяют управление общим бизнесом управляющей организации. В мировой практике также не существует единого определения понятия холдинга. Под холдингом или холдинговой компанией обычно понимают определенный тип компании, которая формируется для владения контрольными пакетами акций других компаний с целью контроля и управления их деятельностью [6].

Далее будут приведены еще несколько актуальных на данный момент примеров определения холдингов:

- форма предпринимательского объединения (промышленно-хозяйственный или финансовый комплекс), представляющая собой группу взаимосвязанных юридических лиц, в которой холдинговая компания (основное общество, головная компания) вправе управлять деятельностью других участников холдинговых отношений в силу преобладающего участия в их уставном капитале, либо в соответствии с договором, либо иным образом путем определения принимаемых такими обществами решений в целях выполнения общих задач и обеспечения эффективного функционирования всего холдинга (Белых В.С.);
- группа участников предпринимательских отношений, связанных между собой так, что один из них имеет возможность в решающей степени влиять на деятельность других участников этой группы (С. Э. Жилинский);
- производственно-технический комплекс, представляющий собой хозяйственную систему, звеньями которой выступают системообразующий центр (холдинговая компания) и коммерческие организации, согласованно выполняющие общие задачи по обеспечению эффективного функционирования системы (И. А. Лаптев);
- форма предпринимательского объединения, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций других предприятий. Деятельность холдинга определяется волеизъявлением основного (преобладающего) участника – холдинговой компании – и характеризуется рациональной организацией

управления дочерними и зависимыми обществами, системой участия, отношениями экономической субординации и организационного контроля» (Кашин Н.А.).

Классическая схема взаимоотношений между основными (преобладающими) и дочерними (зависимыми) организациями закреплена в законодательстве (ст. 67.3 ГК РФ, Федеральный закон «Об акционерных обществах» 208-ФЗ, Федеральный закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» 14-ФЗ, которые раскрывают явление холдинга через понятия дочернего и зависимого хозяйственных обществ). Общество признается зависимым, если другое (преобладающее, участвующее) хозяйственное общество имеет более 20% уставного капитала (20 процентов голосующих акций) первого общества.

Хозяйственное общество признается дочерним, если другое (основное) хозяйственное товарищество или общество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по долгам основного хозяйственного товарищества или общества [7].

В этой работе холдинг рассматривается, как совокупность главного общества (головной организации) и дочерних компаний.

Классическая модель холдинга изображена на рисунке 1.1.

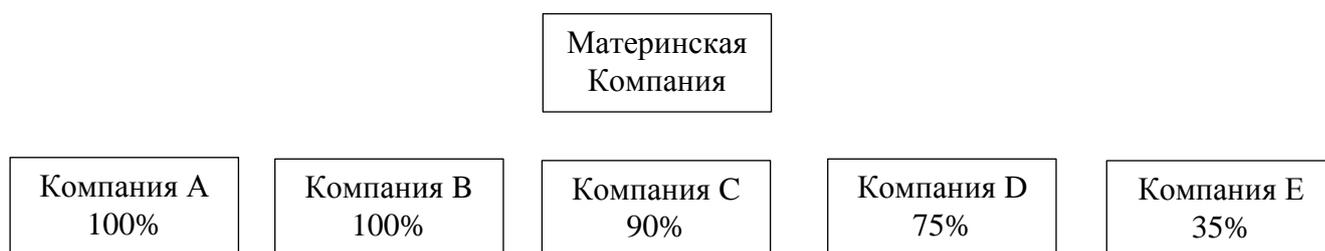


Рисунок 1.1 – Классическая схема холдинга

Значение холдингов в экономике значительно глубже и заключается не только в фактическом удержании головной компанией большого пакета акций дочерних компаний, а по большей части в осуществлении управления и контроля

над другими компаниями. Вследствие этого, как в российской, так, например, и в западной литературе можно повстречать всевозможные определения понятия холдингов, которые отображают либо оба аспекта, по которым компании можно относить к холдингам, либо только один из них. Отсюда, прежде всего нужно обозначить, что понятие «холдинг» содержит больше экономическое содержание, нежели юридический смысл, что также воздействует на юридическое определение понятия холдинга.

Помимо этого, развитие холдинговых отношений, требует уточнения понятия субъекта гражданских правоотношений и его расширения. В соответствии с п. 1 ст. 2 ГК РФ «участниками регулируемых гражданским законодательством отношений являются граждане и юридические лица. В регулируемых гражданским законодательством отношениях могут участвовать также Российская Федерация, субъекты Российской Федерации и муниципальные образования». Поэтому холдинг не является юридическим лицом, так как не содержит в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленного имущества, потому не отвечает признакам юридического лица, закрепленным в п. 1 ст. 48 ГК РФ. Как раз вследствие этого, холдинговая компания не имеет возможность считаться участником гражданских правоотношений, т.е. не является их субъектом.

Холдинг является предпринимательским объединением, обладающим признаком организационного единства. Его присутствие в гражданском обороте в качестве целостного образования выражается в том, что он, через головную компанию, проводит единую технологическую, инвестиционную, производственно-хозяйственную, финансовую политику. При наличии данного признака как организационное единство, говорит о том, что появляется один единый бизнес, посредством совокупности юридических лиц, образующих холдинг. Члены холдинговой компании проводят согласованную друг с другом деятельность и выступают как один субъект рынка.

Создание и ликвидация холдинга как такового, не сопровождается актов государственной регистрации. Так как холдинги согласно российскому законодательству не подлежат процедуре регистрации, поэтому и ликвидация холдинговой компании также не регламентировано. При этом холдинги не являются организационно-правовой формой предпринимательской деятельности, которую можно считать самостоятельной, предусмотренной гражданским законодательством, что не может опровергнуть факт присутствия таких объединений в реальной жизни, и их воздействия на экономику. Холдинги, как предпринимательские объединения являются, по мнению И.С. Шиткиной, обладают отдельными элементами правосубъектности. Таких участников гражданского оборота, как холдинги, не являющиеся субъектами гражданско-правовых отношений в требованиях ГК РФ, однако участвующих в гражданском обороте как единое образование, хозяйствующий субъект, обладая при этом частичной правосубъектностью, можно было бы назвать квазисубъектами правовых отношений [8].

Холдинги являются субъектами предпринимательства. Они осуществляют предпринимательскую деятельность, т.е. самостоятельную, осуществляемую на свой риск деятельность, нацеленную на постоянное получение прибыли от пользования имуществом, реализации товаров, выполнения работ или оказания услуг.

Таким образом, холдинг считается полноправным предпринимательским объединением – субъектом предпринимательского права.

Для наилучшего уяснения понятия холдинга необходимо рассмотреть его характеристики.

Исходя из опыта множества авторов, изучающих данные вопросы холдинговых структур, возможно сконструировать следующие существенные черты холдингов:

- это предпринимательское объединение, обладающее признаками организационной целостности, как правило, выступающее на рынке целостности, как правило, выступающее на рынке консолидированно;
- холдинг является объединением вертикального типа или неравноправным объединением, базирующимся на контроле одного участника над другими;
- холдинг осуществляет согласованную политику в сфере интересов своих участников;
- состоит из формально самостоятельных юридических лиц, волю которых формирует и решения определяет головная организация как центр интегрированной системы;
- холдинг как предпринимательское объединение может выступать субъектом отдельных правоотношений;
- создание холдинга не влечет за собой регистрационных процедур.

Головные организации холдинговых структур в результате владения преобладающими долями участия в уставном капитале или договора осуществляют контроль над работой дочерних обществ.

Говоря о контроле понимается не надзор, а синоним слова господство. Наличие контроля одного участника над другим считается главным составляющим в построении холдинга. Держать под контролем работу компании – это означает предопределять ее стратегию, политику, выбор долгосрочных целей и программ.

Управляемые компании в свою очередь могут иметь свои дочерние общества, «внучки» основного, а те – своих «дочек» и т.д.

Таким образом, холдинговая система похожа на пирамиду, где наверху располагается головная компания.

Холдинг не является юридическим лицом, так как не имеет в собственности, хозяйственном ведении или оперативном управлении обособленного имущества, а потому не отвечает признакам юридического лица, закрепленным в п.1 ст. 48 ГК РФ [9].

Единая инвестиционная, технологическая, производственно-хозяйственная, финансовая и научно-техническая политика, говорит о том, что холдинговая компания выступает в хозяйственном обороте как единое целое. Дочерние компании, будучи экономически зависимы от головной компании, обладают в то же время имущественной обособленностью и юридической самостоятельностью.

При определении экономической зависимости могут быть выделены следующие степени контроля:

- 100% участие основного общества в уставном капитале дочернего гарантирует абсолютный контроль. Это «компания одного лица», руководство деятельностью которой во многом реализуется через органы управления основного общества.

- от 75% участия в уставном капитале в АО также гарантирует абсолютный контроль, так как считается квалифицированным большинством голосов, необходимых на общем собрании при решении вопросов о внесении изменений и дополнений в устав общества, о его реорганизации и ликвидации. В ООО владение 75% долей в уставном капитале обеспечивает гарантированный, однако не полный контроль, так как согласно ряду вопросов уставом общества может быть предусмотрено единогласие (внесение изменений в учредительный договор, реорганизация, ликвидация общества и др.).

- от 51% участия обеспечивают гарантированный контроль по всем вопросам повестки дня общего собрания, за исключением требующих квалифицированного большинства голосов и/или единогласия в ООО. Поскольку итог голосования на общем собрании подсчитывается от совместного числа акционеров с правом голоса, находящихся на собрании, при «распыленности» пакета акций (долей участия) 51% голосов может гарантировать абсолютный контроль и при решении вопросов, требующих квалифицированного большинства.

- от 33% до 25% — это «блокирующий» пакет акций или долей участия, позволяющий отклонять выносимые на общее собрание вопросы.

В ООО блокирующим может быть минимальное участие, к примеру, владение одной долей уставного капитала.

- 20% участие в уставном капитале свидетельствует о наличии отношений зависимости.
- 10% в уставном капитале влечет за собой важнейшее право требовать созыва общего собрания акционеров (участников).
- 2% акций или долей участия предполагают возможность участия в формировании повестки дня общего собрания, выдвижения претендентов органы управления и контроля общества.

Законодательство не содержит каких-либо требований к основному или дочернему хозяйственному обществу о необходимости указывать в уставе свою принадлежность к холдингу. Члены холдинга имеют возможность указать свою принадлежность к холдингу по своему собственному усмотрению, исходя из диспозитивных норм о возможности включения в устав любых положений, не противоречащих федеральным законам.

Виды холдингов

В экономической литературе встречаются попытки подразделить холдинги на отдельные виды:

1. Исходя из управленческих особенностей форм управления/контроля над активами (предприятиями), выделяют:

- Договорной холдинг, в котором у головной компании нет контрольного пакета акций дочернего предприятия, а контроль осуществляется на основании заключенного между ними договора;
- Имущественный холдинг – материнская компания владеет контрольным пакетом акций дочерней. Стойкая холдинговая система с четкой структурой собственности, формальные связи определены федеральными законами об акционерных обществах и об обществах с ограниченной ответственностью и внутрихолдинговыми контрактными отношениями.

В управленческом значении эти формы близки. В первой форме распределение «операционной» ответственности основывается на базе бизнес-модели, взаимовыгодных и добровольных договоренностей собственников/генеральных менеджеров и формализуется в договорах. Все общества подобной формы, как правило, считаются центрами инвестиций, в случае если не существует особых договоренностей. Во второй форме дополнительная ответственность записывается в уставы обществ, корпоративные документы (стратегия, долгосрочные планы и т.д.). Ведущий собственник имеет возможность перераспределять прибыль, формируя центры затрат, сосредотачивая на верхних уровнях управления все полномочия или делегируя их в дочерние общества. Но сами эти функции и управленческие задачи не исчезают, так как они являются обязательной частью всякого бизнеса. Но следует сказать, что на практике не бывает чистых имущественных или же контрактных холдингов. Как правило, часть обществ связана через контрольные пакеты, часть имеет контрактные отношения (аренда активов или покупка услуг) [10].

2. В зависимости от того, является ли головная компания холдинга только держателем акций дочерних обществ или же она занимается также и какой-либо коммерческой деятельностью, выделяют два вида холдингов:

- Чистый холдинг, где головная компания не проводит никакую коммерческую деятельность, а владея контрольными пакетами акций (преобладающим долевым участием) иных участников холдинга, осуществляет только контрольные и управляющие функции по руководству и координации деятельности других участников холдинга.

В данном случае холдинговая компания ведет коммерческую деятельность опосредованно, т.е. через дочерние компании, которые считаются производственными компаниями.

- Смешанный холдинг. Головная компания, помимо контрольных и управленческих функций по отношению к другим участникам холдинга,

осуществляет также самостоятельную коммерческую, предпринимательскую деятельность.

В данном холдинге головная компания играет своего рода двойную роль: с одной стороны, это управляющая компания, с другой – промышленное предприятие, банк, торговое предприятие и т.п.

3. В зависимости от характеристики собственников можно выделить следующие разновидности холдингов:

- Государственный холдинг. Участие государства (муниципального образования) в уставном капитале основного общества позволяет государству (муниципальному образованию) контролировать такое объединение (далее – государственный холдинг).

- Частный холдинг. Уставный капитал основного общества сформирован из вкладов частных лиц – коммерческих организаций и граждан. Разновидностью частных холдингов являются семейные холдинги.

4. В зависимости от характера производственных и экономических отношений между участниками холдинга и способа организации холдингового объединения:

- Горизонтальный холдинг – объединение обществ, действующих на одном рынке (энергетические компании, сбытовые, телекоммуникационные и проч.).

Они представляют собой объединение однородных бизнесов в филиальные, например, территориальные, структуры, которыми управляет головное хозяйственное общество.

Ключевой целью такого объединения является создание единой системы поставщиков и много дочерних обществ, выполняющих функции сбыта. В случае если таких дочерних обществ много, то важны единые правила регулирования их деятельности.

Специфика горизонтального холдинга состоит в том, что дочерние общества, входящие в холдинг, рассредоточены. В данном случае централизация управления играет важную роль в выработке общей политики.

- Вертикальный холдинг (холдинг концернового типа или производственные холдинги) – объединение предприятий в одной производственной цепочке (добыча сырья, переработка, выпуск продукции, сбыт).

- Диверсифицированный холдинг в отличие от горизонтальных и вертикальных представляет собой форму объединения различных бизнесов, действующих на разных рынках.

Их создание связано с распространением хозяйственной деятельности холдинговой компании на новые сферы (с расширением номенклатуры продукции, видов предоставляемых услуг и т.д.).

При этом нередко компании не идут на полное слияние, а создают тот или иной механизм взаимодействия, позволяющий им сохранить статус юридического лица и при этом сотрудничать с другими предприятиями.

Международные холдинги широко используют форму диверсифицированной холдинговой компании с целью контроля и руководства дочерними АО, выделяемыми по какому-либо признаку (национальному, отраслевому и т.д.) [12].

6. С точки зрения наличия «системы участия» структурной сложности выделяют:

- Промежуточный холдинг.

Существует в многоуровневых холдинговых объединениях, когда дочерние общества основного холдинга составляют промежуточный холдинг, являясь материнскими обществами в отношении своих дочерних обществ, выступающих по отношению к основному холдингу как «внучатые».

- Субхолдинг как юридическое лицо – это участник холдинга, который находится под непосредственным или опосредованным (субхолдинги последующих уровней) контролем основной компании и создан над множеством дочерних фирм для сосредоточения усилий основной компании на стратегических задачах развития холдинга в целом.

Часто созданием разветвленной системы участия обеспечивается стабильность холдингового объединения, поскольку в этом случае существенно снижаются предпринимательские риски.

7. В зависимости от дислокации деятельности предприятий холдинга можно выделить:

- Транснациональный холдинг – это холдинг, хозяйственные общества которого дислоцируются в различных государствах.

Вследствие, как правило, широкого географического рассеивания его обществ, транснациональные головные компании часто регистрируются в государствах, которые наряду с особыми налоговыми преимуществами (в виде особенно выгодного налогообложения иностранных доходов от участия и прибыли) облегчают доступ к международным финансовым рынкам и особым инструментам финансирования.

Если дочерние компании холдинга действуют только в одной стране, то такой холдинг называется национальным.

8. С позиции отраслевой принадлежности различают:

- Отраслевой холдинг. Такими, например, являются вертикально интегрированные нефтяные компании.

Можно назвать промышленные, сельскохозяйственные, транспортные, энергетические и другие холдинги. Не каждый из этих видов холдингов имеет специфическое правовое регулирование, отдельные даже не упомянуты в законах и иных правовых актах. Сказанное не относится к банковскому холдингу, в отношении которого действующим законодательством установлен особый правовой режим. Банковским холдингом признается не являющееся юридическим лицом объединение юридических лиц с участием кредитной организации (кредитных организаций), в котором юридическое лицо, не являющееся кредитной организацией (головная организация банковского холдинга), имеет возможность прямо или косвенно оказывать существенное влияние на решения,

принимаемые органами управления кредитной организации (кредитных организаций).

9. По степени взаимного влияния компаний:

- Классический холдинг, в котором головная компания контролирует дочерние фирмы в силу своего преобладающего участия в их уставном капитале. Дочерние предприятия, как правило, не владеют акциями головной компании, хотя абсолютно исключить такую возможность нельзя. В ряде случаев они имеют мелкие пакеты акций материнской компании;

- Перекрестный холдинг, при котором предприятия владеют контрольными пакетами акций друг друга. Такая форма холдингов характерна для Японии, где банк владеет контрольным пакетом акций предприятия, а оно обладает контрольным пакетом акций банка. Таким образом, происходит сращивание финансового и промышленного капитала, что, с одной стороны, облегчает предприятию доступ к финансовым ресурсам, имеющимся у банка, а с другой стороны, дает банкам возможность полностью контролировать деятельность дочерних фирм, предоставляя им кредиты.

10. Разновидность классификации с точки зрения производственной взаимосвязи компаний и функций координационного центра: деление холдингов на финансовые и операционные:

- Финансовый холдинг. Это холдинговые компании, более 50% капитала которых составляют ценные бумаги других эмитентов и иные финансовые активы. На рисунке 1.2 изображена организационная схема финансового холдинга.



Рисунок 1.2 – Организационная схема финансового холдинга

В состав финансового холдинга входят предприятия из разных отраслей. Холдинговая компания не стремится контролировать текущую операционную деятельность отдельных предприятий, ее интересует только прибыльность компаний, входящих в группу.

Финансовые холдинговые компании могут вести исключительно инвестиционную деятельность. Финансовая холдинговая компания не имеет права вмешиваться в производственную и коммерческую деятельность дочерних предприятий. Представители финансовой холдинговой компании могут принимать участие только в собраниях акционеров дочерних предприятий. Финансовая холдинговая компания имеет право отчуждения принадлежащих ей акций только на организованном рынке ценных бумаг – фондовой бирже.

- **Операционный холдинг.** Это холдинги, в которых основное общество осуществляет единое экономическое руководство дочерними.

Рисунок 1.3 иллюстрирует схему организации операционного холдинга.



Рисунок 1.3 – Организационная схема операционного холдинга

Операционные холдинги обычно состоят из предприятий одной отрасли, образующих вертикально или горизонтально интегрированную цепочку (как правило, нефтяные компании, предприятия ГМК). Для них в большей степени характерна централизованная организационная и финансовая структура, при этом отдельные производственные предприятия имеют ограниченный круг

финансовых полномочий, а все оперативное управление осуществляется головной компанией [13].

Операционный холдинг подразделяют на два подвида – стратегический управляющий холдинг, в задачи которого входят долгосрочное управление финансами и инвестирование, а также организация движения финансовых потоков внутри холдинга, и оперативный управляющий холдинг, задачи которого краткосрочное управление финансовыми потоками.

1.2 Современные методы формирования холдингов в РФ и за рубежом

Существует пять ведущих моделей образования холдингов.

1. Образование холдинга и дальнейшее приобретение долей участия (модель основания).

2. Внесение в холдинг уже имеющихся долей участия в действующих предприятиях (модель слияния).

3. Абсолютное деление структурных единиц фирмы или же ведущей компании (модель разделения).

4. Отделение части из самостоятельного предприятия или материнского предприятия (модель выделения дочернего общества).

5. Образование квазихолдинга методом перенесения функций управления на управляющую компанию или оперативные общества, руководство которыми исполняется по доверенности (модель делегирования функций управления по договору).

Модель основания

Модель основания считается наиболее простым организационно-правовой методикой формирования холдинга. Созданный холдинг на средства, приобретенные от владельцев (акционеров), или на заемные средства приобретает доли (акции) в действующих компаниях. Такой холдинг, как правило, является финансовым. При его создании применяется «портфельный» метод. Аналогично

тому, как это делают инвестиционные компании на рынке ценных бумаг. При этом «портфель» холдинга формируется для длительного периода владения.

Бизнес-портфель представляет собой набор компаний, объединенных в группу, имеющих единую согласованную стратегию и координирующих свои действия таким образом, чтобы они представляли собой не изолированные элементы, а единую систему, интегрированную для достижения общих целей группы.

Модель слияния

В модели слияния собственники (акционеры) передают свои доли участия (акции) действующих компаний создаваемому холдингу, становясь при этом владельцами (акционерами) холдинга. Вполне вероятно воплощение всевозможных разновидностей; как с изменением, так и без изменения долей участия.

Модель слияния часто встречается при реорганизации и реструктуризации компаний, при организации совместных предприятий для:

1. Создания конкурентных преимуществ;
2. Вертикальной и горизонтальной интеграции;
3. Диверсификации;
4. Выхода на новые рынки.

Модель разделения

Модель разделения обычно применяется при реорганизации и реструктуризации с последующей специализацией отдельных бизнес-единиц по функциональному, продуктовому или региональному (географическому) признаку, а также для улучшения управляемости дочерними компаниями.

В результате разделения происходит децентрализация управления — дочерние компании получают больше самостоятельности, превращаясь в стратегические хозяйственные центры. Однако это не означает ослабления к ним внимания со стороны головной компании, отсутствия их координации и контроля с его стороны. Прежний круг владельцев долей в модели разделения остается таким же и не изменяется.

Модель выделения

Модель выделения дочерней компании используется для децентрализации, улучшения управляемости и увеличения производительности. Как правило, эта модель используется в следующих случаях:

1. Новое производство «выросло» и имеет дальнейшие перспективы роста;
2. Новому инновационному проекту требуется внешнее финансирование (заемные средства или создание совместного предприятия), при этом объемы ресурсов, необходимых для его реализации являются слишком большими для холдинга, а степень риска высокой, поэтому требуется привлечение других акционеров для его реализации;
3. Новый бизнес слабо коррелирует (не слишком связан) с основной сферой специализации холдинга;
4. Необходимо выделение структурных подразделений холдинга в дочерние компании, расположенные в тех странах, где компанией ведется бизнес, для осуществления более эффективного управления бизнесом непосредственно из этих стран.

Преимущества, достигаемые от выделения дочерней компании, проявляются в следующем [14]:

1. Риск (финансовый и потери репутации) связанный с освоением новых производств, и ответственность, которая может наступить в случае неудачи проекта, несет выделенная дочерняя компания.
2. Выделенные компании имеют значительно меньший размер, что значительно упрощает согласование принятия решений и управление компанией.
3. Выделенные компании ведут самостоятельный бизнес, что стимулирует поиск внутренних резервов, так как другие компании холдинга не будут компенсировать недостатки и просчеты этой компании (за исключением особых случаев).

4. Расширение полномочий, получение самостоятельности, как правило, способствуют повышению ответственности работников выделенной компании, стимулируют их инициативу.

Универсального решения для построения эффективного холдинга, всех его сегментов не существует. Но есть единые принципы и методология. Для того чтобы разобраться в принципах построения эффективных холдингов, рассмотрим этапы и движущие силы их создания.

Интерпретировать основные мотивы создания холдингов можно следующим образом:

- Увеличение степени контроля за обществами, активами;
- Возможность применения отлаженных (или просто освоенных управленческих технологий);
- Наличие регионального опыта или преимуществ;
- Концентрация контроля над ключевыми лицензиями и ноу-хау;
- Увеличение маневренности активов;
- Наличие имущественных интересов;
- Повышение капитализации;
- Управление ликвидационной стоимостью;
- Снижение проблемных рисков.

На базе изучения мирового и отечественного опыта М.П. Голубев, представляет процесс создания холдинга в виде следующих этапов в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Этапы создания холдингов

№	Задачи	Комментарии
1	Формулирование целей создания холдинга.	Необходимо понимание, для чего создается холдинг. От этого зависят критерии, используемые на последующих этапах.
2	Определение состава холдинга.	Исследуются компании, потенциально интересные для включения в холдинг. Критерии оценки зависят от целей холдинга.

Окончание таблицы 1.1

№	Задачи	Комментарии
3	Определение модели холдинга.	Модель холдинга (финансового, стратегического или оперативного) характеризует уровень делегирования полномочий структурным единицам холдинга.
4	Анализ альтернативных вариантов построения холдинга. Рекомендации по оптимальному варианту.	Структура холдинга должна быть непротиворечива с точки зрения его модели (управленческая оптимизация), а также удовлетворять заданным критериям оптимальности (например, налоги и т.д.).
5	Определение базовых функций управляющей компании и уровня делегирования полномочий.	Определяется моделью холдинга. Поскольку модель может быть разной по отношению к разным структурным единицам, соответственно,
6	Разработка модели организационно-должностной интеграции	Повышает эффективность вертикальной интеграции путем замещения руководящих постов одним лицом на двух или нескольких предприятиях.

Цели создания холдингов

Объединяясь в холдинги на добровольной основе или путем агрессивной скупки акций других компаний, предприятия преследуют вполне определенные цели: укрепление позиций на рынке и получение экономического выигрыша. Основными целями, которые устанавливаются в процессе создания холдингов, являются [15]:

- диверсификация бизнеса, когда в холдинг входят разнородные предприятия, производящие различные виды продукции или услуг. В процессе своего развития компании часто делают производство новых продуктов прерогативой дочерних фирм. Диверсификация способствует наращиванию мощи и повышению устойчивости холдинга путем оперативного перераспределения финансовых и других ресурсов между направлениями бизнеса;
- создание технологически взаимосвязанных производственных и сбытовых цепочек, что обеспечивает бесперебойное функционирование всех включенных в эту цепочку предприятий и меньшую степень их зависимости от внешних поставщиков;

- оптимизация структуры управления, в процессе которой руководство головной компании может сосредоточиться на разработке и решении стратегических задач, обеспечивающих перспективное развитие всей группы компаний. Выполнение текущих рутинных операций переносится на уровень дочерних фирм;

- создание собственной сервисной сети, когда отдельные службы предприятий (ремонтные, транспортные, строительные, сбытовые и т. д.) реорганизируются

и регистрируются отдельные юридические лица, которые в централизованном порядке обслуживают все предприятия, входящие в холдинг;

- обособление лицензируемых видов деятельности - оказание услуг связи, фармацевтика, медицинская деятельность и др. В целом ряде случаев законодательством предусматривается, что лицензируемый вид деятельности для компании должен быть исключительным. И поскольку его нельзя совмещать ни с какими другими видами бизнеса, для осуществления лицензируемой деятельности головной компании приходится создавать дочерние фирмы;

- повышение финансовой устойчивости бизнеса и снижение рисков;

- синергический эффект от совместной работы группы компаний заключается в том, что преимущества от объединения достигаются не посредством арифметического сложения, а умножением возможностей всех организаций, входящих в структуру холдинга.

Определение состава холдинга

Интерес для холдинга представляют, с одной стороны, те предприятия, которые имеют высокий потенциал, даже если их текущее состояние неблагоприятное (по классификации Boston Consulting Group – «трудные дети»).

С другой стороны, те, которые, имея сомнительный потенциал, приносят ощутимый денежный поток («дойные коровы»), а также те, которые имеют высокий потенциал и приемлемое текущее состояние («звезды»).

Предприятия, которые имеют неудовлетворительное текущее состояние и низкий потенциал, не рекомендуются к включению в холдинг.

Их акции должны быть проданы либо сами предприятия ликвидированы, так как синергетический эффект от них будет отрицательным.

Модели холдинга

После отбора компаний и формального образования группы необходимо построить модель холдинга, которая является степенью интеграции и соответственно произвести распределение функций и полномочий между управляющими и дочерними компаниями.

В качестве моделей холдинга рассмотрим: финансовый, стратегический управляющий холдинг и оперативный управляющий холдинг.

М.П. Голубев предлагает выбор модели холдинга проводить на базе критериев отнесения холдинга к тому или иному типу в таблице 1.2.

Таблица 1.2 – Критерии отнесения холдинга к тому или иному типу

№	Критерии	Финансовый холдинг	Стратегический управляющий холдинг	Операционный холдинг
1	Сходство областей деятельности или комбинаций рынка/продукта	Незначительное	Значительное	Полное
2	Внутрипроизводственное или функциональное переплетение оперативных единиц друг с другом	Небольшое/отсутствует	Значительное	Многочисленные тесные переплетения
3	Географическая удаленность от управляющей компании	Значительная	Значительная	Незначительная

Окончание таблицы 1.2

№	Критерии	Финансовый холдинг	Стратегический управляющий холдинг	Операционный холдинг
4	Синергетические потенциалы от связей оперативных единиц, входящих в холдинг	Незначительные, только финансовые	Многочисленные/высокие, стратегические	Многочисленные высокие, стратегические
5	Размер и экономический риск оперативного предприятия для объединения (холдинга)	Незначительный	Умеренно значительный	Очень значительный (особенно при банкротстве)
6	Исходная ситуация до создания холдинга	Децентрализованные структуры	Централизованные структуры	Централизованные структуры

Из таблицы 1.2 видно, что между этими моделями нет четких граней, более того, один и тот же холдинг может быть, например, финансовым применительно к одной части входящих в него предприятий и стратегическим – к другой.

Оперативный управляющий холдинг предусматривает осуществление управляющей компанией по отношению к дочерним предприятиям оперативных, стратегических и финансовых функций. А финансовый холдинг – только финансовых и иногда в ограниченной степени стратегических. Модель оперативного холдинга реализуется как в связке «управляющая компания – дочерняя компания», так и в связке «управление – бизнес – единица».

Базовые функции управляющей компании

Вопрос о роли управляющей компании и функциях, которые она выполняет по отношению к бизнес-единицам, чрезвычайно актуален в условиях современной

экономики. Для того чтобы понять место управляющей компании в новой системе управления, сначала необходимо ответить на два вопроса: зачем нужна управляющая компания и какие функции она должна выполнять? Ответ дает мировая практика. Основная задача управляющей компании – достижение эффекта синергии от деятельности бизнес-единиц [16].

Источники синергетического эффекта по характеру своего возникновения могут быть разбиты на следующие группы:

Финансовый синергетический эффект – возможность перераспределения финансовых потоков, прибыли между дочерними компаниями, например, компенсации убытков на одном из локальных рынков, при ухудшении на нем экономической ситуации или возникновении других негативных причин. Для снижения компанией своей налогооблагаемой базы и размещения временно свободных денежных потоков могут быть использованы такие способы, как увеличение дивидендных выплат, инвестирование в ценные бумаги, выкуп собственных ценных бумаг, приобретение другой компании.

Инвестиционный синергетический эффект является результатом совместного использования сырья, переноса исследований и разработок с одного продукта на другой, общей технологической базы, совместной обработки изделий, использования одного и того же оборудования.

Оперативный синергетический эффект является результатом более эффективного использования основных средств и персонала, крупных закупок сырья и материалов, распределения накладных расходов, совместного проведения научных исследований, обучения персонала.

Синергетический эффект продаж представляет собой случай, когда для группы товаров или услуг используются одни и те же каналы распределения, управление процессом их реализации происходит из единого центра и т.д. В этом случае ассортимент продукции состоит из совместно реализующихся взаимосвязанных товаров, что повышает эффективность работы торгового персонала.

Единая марка, репутация, реклама, условия стимулирования продаж способствуют увеличению полученного дохода.

Синергетический эффект менеджмента возникает, если при входе в новый бизнес возникающие проблемы во многом аналогичны тем, что встречались ранее, то имеющиеся у менеджеров знания и опыт позволяют им эффективно управлять бизнесом, то есть возникает синергизм менеджмента. В том случае, если возникающие проблемы в новой отрасли являются новыми и незнакомыми, то синергетический эффект будет не только минимальным, он может быть и отрицательным.

Синергетический эффект кооперации возникает в результате создания альянсов с другими компаниями. Вертикальная интеграция позволяет снижать риски при организации снабжения и продаж (сроки и качество), затраты (как за счет использования трансфертных иен, так и вследствие необходимости ведения переговоров для приобретения или продажи сырья или продукции, снижения управленческого аппарата).

Эффект от горизонтальной интеграции представляет собой эффект масштаба, возникающий при взаимодействии компаний, выпускающих однородную продукцию, что позволяет снизить цены при приобретении одной и той же продукции или при поставках от одного и того же поставщика, возможности использования одних и тех же технологий, ноу-хау в нескольких компаниях. Также происходит экономия затрат на научные исследования, рекламу и маркетинг. Увеличение доли рынка позволяет компании изменить свой статус рыночного игрока, оказывая большее влияние на рыночную ситуацию, тем самым, увеличивая либо объемы своих продаж, либо цены.

Синергетический эффект возникает за счет комбинирования взаимодополняющих ресурсов компаний» финансовых, материальных, информационных, человеческих. Измерение синергетического эффекта. В общем, все виды возникновения синергетического эффекта можно описать следующими переменными, увеличение прибыли в денежном выражении, снижение

оперативных расходов и потребностей в инвестициях, а также скорости изменения этих переменных, то есть должен быть учтен фактор времени. При этом трудно и не всегда возможно дать количественную оценку возникающего синергетического эффекта. Для оценки возникающего синергетического эффекта его отдельные составляющие группируются по функциональным подразделениям компании: общее управление, исследования и разработки, маркетинг и оперативная деятельность (производство, закупки, контроль запасов, распределение и складирование).

Определившись с ролью управляющей компании в структуре холдинга, необходимо решить, какие функции нужно централизовать в управляющей компании, а какие должны быть переданы бизнес-единицам [17].

Обычно управляющие компании выполняют следующие функции:

- поддержание отношений с внешней средой. Управляющая компания организует диалог с акционерами и участниками финансового рынка, предоставляет им необходимую информацию о деятельности холдинга. Кроме того, важной функцией является лоббирование интересов холдинга в органах государственной власти;

- перераспределение финансовых ресурсов между предприятиями с целью реализации инвестиционной стратегии, таким образом, управляющая компания становится кредитным центром холдинга;

- обеспечение общего финансового контроля над деятельностью отдельных предприятий. При этом управляющая компания разрабатывает и внедряет единую систему учета, контроля и анализа для всех входящих в холдинг бизнес-единиц;

- определение общекорпоративной стратегии. Общекорпоративная стратегия обычно содержит решения о том, какое предприятие необходимо купить, а какое – продать, решения о размере и направлении инвестиций, а также зачастую конкурентную стратегию;

- создание общекорпоративной культуры. Для холдингов крайне важно объединить сотрудников отдельных предприятий в единую компанию.

Кроме того, одной из задач общекорпоративной культуры является выработка единой системы ценностей, общей для всех компаний холдинга; поддержание и развитие ключевых компетенции, критичных для достижения конкурентоспособности отдельных предприятий, а также организации единой для всех компаний холдинга системы управления знаниями;

- координация деятельности отдельных компаний для обеспечения эффективного сотрудничества;
- отбор и развитие топ-менеджеров отдельных компаний, а также разработка системы их мотивации и вознаграждения.

В зависимости от типа холдинга В.В. Данников определяет следующие функции головной компании, указанные в таблице 1.3.

Таблица 1.3 – Функции головной компании

Тип Холдинга	Функции
Финансовый (основной)	<ul style="list-style-type: none"> – Увеличение стоимости холдинга; – Формирование портфеля долевого участия в дочерних компаниях, исходя из соотношения «доход/риск».
Стратегический управляющий (основной)	<ul style="list-style-type: none"> – Увеличение стоимости холдинга; – Определение стратегии холдинга; – Приобретение, продажа и реструктуризация компаний холдинга, исходя из его стратегии; – Управление, организация и контроль в холдинге; – Представительство холдинга (переговоры, судебные разбирательства и т.д.);
Оперативный управляющий (промежуточный)	<ul style="list-style-type: none"> – Увеличение стоимости дочерних компаний; – Определение стратегии дочерних компаний; – Управление, организация и контроль в дочерних компаниях;

В зависимости от типа холдинга В.В. Данников определяет следующие задачи головной компании, описанные в таблице 1.4.

Таблица 1.4 – Задачи головной компании

Тип Холдинга	Задачи
Финансовый (основной)	<ul style="list-style-type: none"> – Разработка финансовой стратегии холдинга; – Долгосрочное финансовое планирование; – Распределение рисков вложений между долевыми участиями в дочерних компаниях; – Управление структурой капитала холдинга; – Организация финансовых потоков внутри холдинга;
Стратегический управляющий (основной)	<ul style="list-style-type: none"> – Определение целей и стратегии холдинга; – Определение целей дочерних компаний; – Организация долгосрочного финансирования в холдинге; – Распределение финансовых средств и потоков в холдинге; – Управление структурой капитала холдинга; – Поиск синергетических преимуществ холдинга; – Сохранение и расширение холдинга, используя инвестиции и дезинвестиции, интеграцию и дезинтеграцию; – Кадровая политика (назначение и увольнение топ-менеджеров дочерних компаний); – Организация кооперации между дочерними компаниями; – Создание имиджа, репутации концерна, создание и поддержание торговой марки холдинга; – Управление собственно холдингом;
Оперативный управляющий (промежуточный)	<ul style="list-style-type: none"> – Поиск конкурентных преимуществ на товарных рынках; – Управление товарными и финансовыми потоками отдельных дочерних компаний.

Точный набор функций для каждой конкретной управляющей компании определяется, исходя из стиля управления, который применяется ею в отношении бизнес-единиц холдинга. К наиболее распространенным стилям работы управляющей компании относятся: финансовый контроль, стратегический контроль и стратегическое планирование.

1.3 Стили управления холдингом. Преимущества и недостатки холдингов

Стили управления

Стилю стратегическое планирование соответствует самая высокая степень централизации. В этом случае головная компания стремится к реализации стратегий, реализующих конкурентные преимущества, осуществляет долгосрочное и краткосрочное планирование всей деятельности структурных подразделений, которые оказывают определенное содействие при подготовке оперативных планов организации. Главной задачей головной компании является создание добавленной стоимости, для достижения которой она направляет, координирует и контролирует все виды деятельности и имеющиеся ресурсы, непосредственно управляет корпоративными инфраструктурой и услугами. Все исследования и инновации планируются и управляются из головной компании. Таким образом, этот стиль управления представляет собой классическую бюрократию.

Стиль финансового контроля представляет собой другой крайний случай управления – полностью децентрализованное управление. Это означает осуществление головной компанией контроля результатов финансово-экономической деятельности за продуктовыми программами и потенциалом дочерних компаний на основе сравнения фактических показателей получаемой отделениями и перечисляемой холдингу прибыли с запланированными. В этом случае головная компания принимает или отклоняет предлагаемые дочерними компаниями стратегические решения, не участвуя в процессе их подготовки. Таким образом, роль головной компании заключается в распределении капитала между дочерними компаниями для достижения утвержденных им финансовых целей, а также в управлении принадлежащих ей бизнес-портфелей (продажа имеющихся или приобретение новых компаний).

Стиль стратегический контроль является промежуточным вариантом между двумя выше названными стилями и является наиболее распространенным способом организации управления [18].

В этом случае роль головной компании заключается в следующем:

- разработка и утверждение стратегии всего холдинга и основных положений стратегий дочерних компаний;
- определение основных принципов политики холдинга на рынке, взаимодействие с государственными органами общественностью;
- привлечение, распределение и контроль финансовых ресурсов для реализации принятой стратегии;
- организация инновационных процессов в холдинге, работ в области научных исследований, повышение квалификации персонала и т.д.;
- принятие общехолдинговых стандартов качества продукции, управления, делопроизводства;
- организация общехолдинговых систем безопасности; сбора, обработки и обмена информацией; маркетинга; решение юридических вопросов; решение других организационных задач.

Централизация и децентрализация

Централизация в компании означает передачу права принятия решения вышестоящему лицу.

Централизация позволяет использовать единые подходы в отношениях с инвесторами, кредиторами, поставщиками и потребителями. Обладание комплексной информацией о состоянии дел в дочерних компаниях, а также в окружающей бизнес-среде, возможность привлечения квалифицированных специалистов в области сбора и обработки информации, прогнозирования, сценарного планирования, разработки стратегий и контроллинга позволяет за счет централизации осуществлять эффективное стратегическое управление концерном.

Вместе с тем, существует такой момент, когда при увеличении размера компании, эффект масштаба становится меньше.

Частичная децентрализация уже заложена в саму холдинговую схему управления. Увеличение размеров компаний, расширение масштабов бизнеса и географических рынков требуют большей степени децентрализации.

Децентрализация представляет собой передачу определенных ответственностей и полномочий нижестоящим уровням управления. Главная отличительная черта децентрализации – свобода принятия решений.

Степень децентрализации холдинга зависит от используемых головной компанией стилей управления описанных выше.

Преимущества и недостатки децентрализации

Децентрализация снижает рост издержек, связанных с возможностью избавиться от возведения дополнительного уровня управления между головной и дочерними компаниями, придает управлению гибкость, что позволяет оперативно реагировать на происходящие изменения.

Можно выделить следующие преимущества децентрализации:

1. В информацию о текущей ситуации на рынках, имеющуюся в распоряжении дочерних компаний, не вносятся искажения и исключаются ее потери, неизбежно возникающие при централизованной многоуровневой системе управления.

2. Возможность своевременного принятия решений, уменьшение чрезмерной бюрократизации.

3. Заинтересованность менеджеров в конечном результате способствует проявлению инициативы. Менеджеры получают не только материальное, но и моральное удовлетворение за самостоятельное решение возникшей проблемы и достигнутый успех.

4. Повышение экономической эффективности компаний вследствие их заинтересованности в конечном результате.

5. Возможность головной компании сконцентрироваться на решении стратегических задач, передав решение оперативных – дочерним компаниям.

6. Создание условий для повышения квалификации, развития управленческих навыков у менеджеров в результате самостоятельного принятия ими управленческих решений.

Недостатки:

1. Невозможность полноценного получения и анализа стратегической информации, прогнозирования и сценарного планирования в отрасли и экономике в целом децентрализованными бизнес-единицами.

2. Отсутствие средств и специалистов нужной квалификации для подготовки юридических документов, инвестиционных проектов, выполнения на высоком уровне других штатных функций в каждой дочерней компании

3. Возможность принятия решения, выгодного для отдельной компании, но невыгодного для всего холдинга, вследствие несогласованности целей, планируемых и предпринимаемых действий отдельными компаниями. Возможность возникновения ненужной конкуренции между дочерними компаниями за получение поставщика или покупателя.

4. Дублирование организационные или других штатных функций – X-неэффективность.

5. Стремление добиться высокого результата в своей компании (приобретение продукции у сторонних компаний вместо ее приобретения у сестринских компании и т.п.) может привести к получению убытков на уровне холдинга в целом.

6. Нежелание компаний информировать друг друга об имеющихся у них данных, о ситуации на рынках, собственных планируемых действиях, ноу-хау и т.д.

7. Высокая степень децентрализации вызывает трудности финансового, административного и другого контроля.

К опасностям, к которым может привести излишняя децентрализация, могут быть отнесены: потеря единства политики, управления и контроля холдингом, финансовые потери (вследствие излишней бюрократизации, дублирования функций головной компании и упущенных выгод от неприятия или несвоевременного принятия решений).

Наиболее распространенным вариантом является частичная децентрализация, когда стратегическое управление осуществляется холдингом, а оперативное – дочерними компаниями.

Организации с меньшим числом уровней управления и более широким охватом контроля оказываются более гибкими и динамичными, чем централизованные многоуровневые структуры.

Принципы структурного построения

Структура высших звеньев управления крупной компанией обычно достаточно традиционна и представляет следующую многоуровневую вертикаль:

- Общее собрание акционеров;
- Совет директоров;
- Правление (высший коллективный орган управления);
- Президент – председатель Правления (высший единоличный орган управления);
- Блоки (структуры дивизионального типа, сформированные по типам производственно-хозяйственной деятельности);
- Функциональные департаменты в блоках;

В качестве блоков могут рассматриваться:

- Блок экономики и финансов;
- Блоки по видам бизнес-сегментов;
- Блок по маркетингу, продаже, закупкам;
- Блок стратегии;
- Блок развития бизнеса (реструктуризация, управление стоимостью);
- Блок безопасности.

Для обеспечения устойчивости в управлении на практике используется принцип организационно – должностной интеграции.

Матрица ответственности обычно осуществляется совмещением руководящих должностей в управляющей и дочерних компаниях. При этом для стратегической модели холдинга предпочтительно совмещение должностных позиций в высшем

управленческом звене управляющей компании и членства в совете директоров дочерних компаний. Для оперативной модели холдинга в дополнение к этому рекомендуется совмещение высших должностных позиций в дочерних компаниях с должностными позициями в высшем управленческом звене управляющей компании.

Преимущества холдингов

Холдинговые компании наряду с общих для всех предпринимательских объединений преимуществами имеют некоторые специфические особенности организации, положительно выделяющие эту форму из ряда других. К числу таких преимуществ относятся:

- Устойчивость и стабильность (нельзя «выйти» из состава холдинга);
- Ограниченный риск ответственности (основное общество несет ответственность по долгам дочернего только в случаях, установленных федеральными законами);
- Возможность централизации в основном обществе ряда управленческих функций и экономия расходов на их реализацию;
- Рационализация размещения производственных единиц (использование для производства регионов с дешевой рабочей силой или льготными условиями осуществления предпринимательской деятельности);
- Распределение коммерческих рисков между несколькими юридическими лицами;
- Обеспечение сохранности наиболее ценных активов путем их передачи «хранителю активов» или лизинговой компании, предоставляющих эти активы другим участникам холдинга в аренду или лизинг;
- Гибкость и мобильность в распределении функций и степени автономности дочернего общества;
- Конфиденциальный контроль (на самом верху холдинговой структуры может существовать общество, которое создано отдельными лицами

и чей контроль, осуществляемый через органы управления основного общества скрыт и может быть вычислен только через систему аффилированных лиц);

- Облегченность процедур создания и реструктуризации холдинга (отсутствие регистрационных процедур при создании, приобретение бизнеса через покупку контрольного пакета акций).

Недостатки холдингов

При рассмотрении процедуры интеграции «холдинговых пирамид» с наиболее вероятных к возникновению рисков сторон, можно сказать о таких видах как:

- **Процедурные риски.** Необходимость соблюдения холдингами значительного числа ограничений, установленных антимонопольным законодательством. При таких рисках происходит затягивание процесса объединения вследствие сложности процессов и необходимости получения разрешений со стороны различных государственных ведомств (ФАС РФ, ЦБ РФ).

- **Юридические и законодательные риски.** Эти риски, связаны с несовершенствами действующего законодательства, регулирующего вопросы реорганизации компаний. Отсутствие адекватного правового регулирования предпринимательского объединения. Двойкость некоторых положений несет риски возникновения судебных процессов со стороны любых контрагентов, которые желают заблокировать процесс реорганизации компании.

- **Налоговые проверки.** Затягивается реорганизация компаний в период данных проверок. Также непредсказуемы результаты налоговых проверок, учитывая нестабильное финансовое положение некоторых компаний из числа объединяющихся [19].

- **Организационные риски.** Многие компании имеют различные системы корпоративного управления. Сложная иерархичная система, имеющая значительный внутренний бюрократический аппарат с зачастую дублирующимися функциями. При этом аппарат, чтобы оправдать свое существование, имеет тенденцию к разрастанию, стремится к усилению своего организационного и управленческого влияния.

- Культурные риски. Проблема культурного несоответствия между компаниями-покупателями и поглощенными компаниями довольно часто является причиной потери лучших сотрудников поглощаемых компаний. Данный процесс может привести к разрушению стоимости.

- Финансовые риски. Отсутствие внутри холдинга конкуренции, требующей постоянного улучшения качества производимой продукции (работы, услуги). В холдинге может иметь место искусственное поддерживание нерентабельных производств, что снижает экономическую эффективность объединения в целом. Происходят конфликты с дочерними организациями по поводу вопросов справедливой оценки их активов и согласования финансовых аспектов каждой из сторон.

Выводы по разделу один

Самой распространенной формой предпринимательских объединений в современной России являются холдинги.

Холдинги – форма предпринимательского объединения, представляющая собой группу организаций, основанную на отношениях экономического контроля, участники которой, сохраняя формальную юридическую самостоятельность, в своей предпринимательской деятельности подчиняются одному из участников группы – головной организации. Головная организация, будучи центром холдингового объединения, в силу владения преобладающей долей участия в уставных капиталах, договора или иных обстоятельств прямо или косвенно оказывает определяющее влияние на принятие решений другими участниками холдинга. Холдинги как способ интеграции характерны для естественных монополий, стратегических отраслей и крупного бизнеса. Основаниями возникновения холдинговых отношений для холдинга являются критерии установления дочерности: преобладающее участие в уставном капитале (имущественный тип зависимости) или договор (договорный тип зависимости).

Формирование холдингов в России происходило в рамках приватизационного законодательства. Холдинги рассматривались как адекватная форма разгосударствления крупных предприятий, объединений, концернов с задачей сохранения при этом технологических связей между входящими в них структурными единицами.

Преимущества холдинга состоят в том, что холдинг обеспечивает его учредителям возможность значительно расширить контроль над собственностью. Кроме того, холдинг создает условия для концентрации и централизации производственно-финансовых ресурсов, благодаря чему существует возможность создания промышленно-финансовой группы, обладающей огромной мощностью.

В процессе построения системы управления холдингом необходимо оптимальное сочетание автономии дочерних обществ с централизацией контроля основного общества за их деятельностью. При этом характер распределения функций между участниками холдинга и сама совокупность распределяемых между ними функций будут зависеть от вида холдинга – является ли он управляющим (стратегическим, оперативным) или финансовым.

В условиях реальной конкуренции, а также с развитием финансового экономического кризиса российские предпринимательские структуры сталкиваются с проблемой постоянного повышения своей конкурентоспособности и эффективности деятельности. Конкуренция стимулирует руководителей предприятий активнее и тщательнее изучать рыночную ситуацию и тенденции её развития с целью предотвращения возможных ошибок, мешающих предприятию достичь поставленных целей.

Актуальной задачей российских холдингов сегодня является внедрение современных управленческих технологий. Руководители всех уровней должны понимать, что происходит с бизнесом сейчас, что будет с ним в ближайшее время, каких целей они должны достичь, и какими ресурсами располагают.

Принимая решения, руководители разных подразделений должны координировать свои действия и усилия, чтобы вместе идти к намеченной цели.

2 АНАЛИЗ ФИНАНСОВО-ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХОЛДИНГОВЫХ СТРУКТУР ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО ТИПОВ НА ПРИМЕРЕ ПАО «НК РОСНЕФТЬ» И ПАО «ГАЗПРОМ»

2.1 Сравнение методик образования холдингов в РФ и мире

Современная экономическая политика, имеющая целью достижение устойчивого экономического роста, связана с созданием основных институтов рыночной экономики. На первый план выдвигается вопрос становления интегрированных корпоративных структур, в качестве организационно-хозяйственных форм которых выступают холдинги, транснациональные корпорации, крупные компании, финансово-промышленные группы (ФПГ). Отечественная промышленность не в первый раз обращается к интегрированным структурам. Примером могут служить созданные в 20-е годы синдикаты и входившие в них тресты; в 60-е годы объединения; в 80-е годы производственные объединения, научно-производственные объединения, комплексы, научно-технические центры. С началом массовой приватизации совпадает время появления таких структур интеграции, как холдинги [21].

На основе анализа сложившейся ситуации в российской и мировой экономике можно выделить практические пути, по которым, коммерческие организации могут объединяться в холдинговые компании.

а) Холдинговые компании могут создаваться, например, посредством последовательного присоединения или получения контроля над компаниями, которые объединены одним видом бизнеса (машиностроение, пищевая промышленность, с/х и т. д.). Это так называемая «горизонтальная интеграция».

Основная цель таких холдингов – завоевание новых секторов рынка. В качестве примера здесь можно привести тот факт, что в начале года руководители ведущих Британских табачных компаний British-American Tobacco (BAT) и Rrothmans International, занимающих второе и четвертое места в мире по объемам продаж, объявили о планах создания единого концерна, который станет крупнейшим мировым производителем табачной продукции. Сумма сделки оценивается в 13 млрд. фунтов стерлингов. Новая компания с общим объемом

продаж 21,32 млрд. долл. и мощностью 1 трлн сигарет в год будет контролировать около 17% мирового рынка.

б) Второй путь образования холдинговых компаний – это объединение предприятий единого технологического цикла (от сырья до готовой продукции). Это так называемая «вертикальная интеграция». Главной целью такого объединения является снижение общих издержек, достижение ценовой стабильности, повышение стоимости компании. Примером может служить объединение электростанции и угольного разреза в Приморском крае в конце 2006 года. Из Приморской ГРЭС и Лучегорского разреза образовалась компания ЛуТЭК, контрольный пакет которой достался РАО ЕЭС России. Цели этого смелого эксперимента были вполне определены – снизить себестоимость электроэнергии (а это серьезная проблема в Приморском крае) и справедливо распределить деньги между энергетиками и угольщиками. Благодаря этому объединению объем производства вырос на 6%, себестоимость угля снизилась на 3%, электроэнергии – на 17%, а прибыль возросла на 59%.

в) Холдинговые компании могут создаваться и путем последовательного создания предприятий и последующего их присоединения к группе. Именно так действовал «стальной король» (US Steel) Эндрю Карнеги почти 130 лет назад. В своей автобиографии он пишет о том, что только после того, как созданное им предприятие доказывало свою эффективность, он включал его (тем или иным способом) в свою группу. Такая политика позволяла ему избежать больших потерь при неэффективной работе или банкротстве нового предприятия. Тактики последовательного присоединения придерживается и компания Макдональдс. В качестве вклада она передает торговую марку, технологию менеджмента и т. д.

г) На практике имеются примеры объединения не только отдельных коммерческих организаций, но и холдинговых компаний. Например, объединение известного сталелитейного концерна Германии и аналогичного в Нидерландах было реализовано следующим образом. Их владельцы: компании

KN Hoogovens NV и Hoesch AG создали на паритетных началах (50% на 50%) управляющую компанию Estel NV в которую в качестве своих вкладов передали по 100% акций концернов.

д) Транснациональные и национальные компании объединяются по аналогичным схемам. При объединении крупнейших бельгийского и индийского пивных концернов была реализована следующая схема. Учредив на паритетных началах управляющую компанию SUN-Interbrew (на базе Sun-Brewing) каждый получил по 34% акций. В качестве вклада в уставной капитал бельгийцы передали акции заводов Россар, Десна, товарную марку пива «Stella Artois» плюс 40 млн. долл. Индийцы – акции заводов и сбытовую сеть. Кроме того, 32% акций новой компании будет продаваться по открытой подписке.

е) Значительное количество холдинговых компаний образовалось и путем «деления» больших компаний при их реструктуризации. Такой способ был характерен для многих Российских предприятий в начале 90 годов при переходе на самокупаемость. Трансформация приводила к созданию большого числа дочерних компаний (бывших производств) со 100% участием материнской компании.

Все приведенные выше процедуры образования холдинговых компаний могут осуществляться следующим образом:

- путем скупки акций на вторичном рынке, которую осуществляет брокер;
- путем обмена акциями, специально эмитированными для этого каждым предприятием. Именно так поступил в 1996 году генеральный директор «Уралмаш завод» Каха Бендукидзе для получения контроля над «Ижорскими заводами» (каждая группа являлась холдингом). Для этого он провел дополнительную эмиссию и обменял весь пакет дополнительной эмиссии на уже имевшийся пакет «Ижорских заводов». Из-за разницы в стоимости пакетов он получил контроль над заводом за небольшой процент своих акций.

- путем создания специальной управляющей компании, куда учредители передают пакеты акций предприятий, которые они хотят включить в холдинг. При этом передаваемые акции предприятий обменивались на эмитированные акции этой компании.

- путем передачи ключевых, для данного бизнеса, патентов, авторских прав, ноу-хау (пример – компания «МакДональдс»).

В последнее время и в нашей стране стал использоваться популярный на западе агрессивный способ получения контроля над компаниями через процедуры банкротства. «На рынке банкротств сформировалась жесткая и закрытая система перераспределения собственности», – пишет «Эксперт». Причем получить контроль над конкурентом или даже купить его можно, приобретя долги этого предприятия и осуществив необходимые действия, определяемые законом о банкротстве. Кстати, процедура банкротства широко используется для преобразований и разделения частей холдинговых структур, отчуждения части какой – либо группы с последующим включением в свой холдинг. Если снова обратиться к тому же журналу «Эксперт» – «Девяносто пять процентов сегодняшних банкротств в России осуществляются в целях передела собственности и происходят в рамках процесса, когда какая-либо коммерческая структура строит свою вертикаль». Судя по публикациям «Эксперта» и – в России это почти универсальный способ приобретения предприятий. То же самое сейчас происходит с заводом АО «Машиностроительный концерт Ормето-ЮУМЗ» (входим в группу Алишера Усманова USM Holding) в г. Орске.

Следует отметить еще один способ образований холдингов (как «сверху», так и «снизу») – объединение производителей и финансовых структур. Например, скупка каким-либо банком пакетов акций предприятий привела к тому, что банки стали владеть разными по объему пакетами предприятий из разных отраслей. Через какое-то время банки были вынуждены создавать управляющие компании, в которые и передали пакеты акций предприятий из одного вида бизнеса,

а «лишние» предприятия вынуждены были «сбросить». Так в своё время поступил банк «Менатеп», «Онэксим-банк» и другие.

Образование «снизу» происходило, когда промышленные предприятия для привлечения инвестиций и повышения привлекательности совместно с инвестором (часто с группой инвесторов, которые образуют синдикат) создавали управляющую компанию. Доли акций определялись исходя из оценки стоимостей предприятий и долей инвесторов. Для реализации этой процедуры осуществляется подготовка проспекта эмиссии и его размещение: частное или открытое. В отличие от случая с отдельным предприятием для создания холдинговой структуры практически всегда используется частное размещение.

Зачастую в уже созданных и успешно работающих холдингах проводятся слияния, разделения и поглощения. Холдинги в России не проходят государственную регистрацию в качестве официальной корпоративной структуры. Однако, понятие «холдинг» существует в современном российском законодательстве.

Например, есть «Временное положение о холдинговых компаниях», в котором регулируются некоторые особенности их деятельности как специфической формы ассоциированного предпринимательства в российской экономике.

На Западе единственным ограничением при создании холдинговых компаний является антимонопольное законодательство. В то же время создание холдингов предпочтительнее слияния компаний.

Хотя идея холдинговых компаний заимствована за рубежом, наблюдаются существенные различия между зарубежной и российской практикой образования холдингов, а также целей, преследуемых при их создании.

Существуют и общие цели: создание холдинга позволяет значительно расширить инвестиционные возможности входящих в него структур, упростить расчеты между ними, диверсифицировать производство, успешнее конкурировать на международном рынке.

Однако имеются и серьезные различия между ними:

- Зарубежный холдинг за очень небольшим исключением представляет собой частную корпорацию, на которую государство может влиять лишь путем общегосударственных актов регулирования экономики. Российские холдинги в большинстве своем базируются на государственной собственности и соответственно образуются и управляются государственными органами.

- Зарубежные холдинги образуются: выделением из материнской компании дочерних предприятий или созданием новых предприятий; присоединением (покупкой) предприятий к материнской компании либо слиянием двух или нескольких компаний. Во всех случаях ядром холдинга становится та материнская фирма, которая в жестких рыночных условиях смогла доказать свою жизнеспособность и право на роль лидера.

- Отечественные же холдинги образуются следующим образом: выделением из состава существующего предприятия подразделений в качестве самостоятельных юридических лиц и преобразованием их в дочерние предприятия; объединением пакетов акций юридически самостоятельных предприятий или учреждением новых АО.

Создание холдинга в первом случае осуществляется по заявке, направляемой в комитет управления имуществом; во втором – комитетом управления имуществом непосредственно.

- Зарубежный холдинг – это корпорация, в уставный капитал которой входят акции дочерних предприятий. Различают чистый холдинг, создаваемый с целью финансового управления и контроля, и смешанный, занимающийся также предпринимательской деятельностью. В отечественной практике холдинг – управленческая структура, создаваемая с целью сохранить объединения предприятий, поддержать технологические и кооперированные связи между ними. Соответственно предполагается жесткое подчинение дочерних предприятий материнской компании.

Российский холдинг – в отличие от западного состоит не только из юридически связанных структур. Для Российского бизнеса характерно объединение предпринимателей в неформальные группы. Их бизнес может не пересекаться, они могут заниматься различными направлениями, они могут резко отличаться по финансовому рангу, но они работают вместе и вместе противостоят окружающему миру.

Поэтому создание подобных холдингов в России помимо положительных сторон, о которых говорилось выше, имеет и отрицательные моменты. Существует реальная возможность возрождения административных методов управления, а также превращения холдингов в монопольные структуры в связи со слабым антимонопольным законодательством, что по факту уже имеет место быть.

Основные проблемы отечественных холдингов

Следует отметить, что деятельность холдингов в России на первом этапе их становления сталкивалась с рядом объективных трудностей, тормозящих их дальнейшее развитие. Основными проблемами создания и функционирования холдингов, по мнению их участников, являются:

- отсутствие нормативно установленных полномочий центральной (управляющей) компании в сфере управления деятельностью участников групп;
- отсутствие механизмов, навыков и опыта перспективного (стратегического) планирования деятельности крупных структур, в том числе в аспекте маркетинга, менеджмента, финансирования, а также учета интересов федеральной и региональной политики;
- сложное финансовое положение многих участников, связанное в первую очередь, с производственным и инвестиционным кризисом в стране, с высоким уровнем инфляции;
- отсутствие действенной системы отношений с органами государственного управления, весомых мер поддержки со стороны Правительства Российской Федерации;

- существенные препятствия по работе с финансовыми учреждениями, заложенные в механизме регистрации холдингов, в том числе ограничение на долю участия этих учреждений в активах других участников;

- отсутствие адекватной законодательной базы о государственных гарантиях, залоге, трасте и т. п., облегчающей привлечение частных инвестиций в проекты холдингов;

- высокая доля издержек, связанных с внутренним оборотом группы, влияющая на общий уровень рентабельности;

- неотработанность процедур и механизмов создания и функционирования холдингов.

Преимущества функционирования холдинговых систем в России

Функционирование холдинговых систем на рынке имеет ряд преимуществ перед отдельно взятыми компаниями:

- Возможность создания замкнутых технологических цепочек от добычи сырья до выпуска готовой продукции и доведения ее до потребителя.

- Экономия на торговых, маркетинговых и прочих услугах;

- Использование преимуществ диверсификации производства;

- Единая налоговая и кредитно-финансовая политика;

- Возможность варьирования финансовыми и инвестиционными ресурсами в рамках холдинговой системы.

Кроме того, каждое предприятие, войдя в холдинговую систему и получив акции холдинга в обмен на переданную ему свою долю акций, становится экономически заинтересованным в эффективной деятельности всех субъектов холдинга.

Холдинговые компании могут объединять под своим контролем, с одной стороны, промышленные и торговые предприятия, финансовые институты, а с другой стороны, функции холдинговой компании с помощью финансово-кредитных рычагов могут осуществлять крупные банки и иные

финансовые институты, контролирующие производственные и коммерческие подразделения, инвестиционные фонды, страховые компании.

Появляется тенденция к формированию так называемых холдингов-рантье, которые, управляя пакетами акций промышленных предприятий, не занимаются производственными вопросами, а специализируются на организации залоговых аукционов. Эти компании прилагают усилия для захвата контрольного пакета, а потом значительная доля этого пакета распродается на залоговых аукционах по заниженным ценам. Такие холдинги создаются не без участия государственного капитала, но в то же время не всегда приносят государственному бюджету реальную пользу.

Холдинг может контролировать значительное число компаний, различных по сфере деятельности и отраслевой принадлежности, суммарный капитал которых значительно превышает активы материнской компании.

Холдинговая компания может действовать как центр координации хозяйственной деятельности всей группы, наподобие «видимой руки» администрации в крупных корпорациях. Более гибкие формы, чем единая фирма на административном контроле, требуются там, где отрасли переживают резкие изменения, где появляются новые технологии и новые рынки, либо силы конкуренции заставляют фирмы дифференцировать продукцию и открывать себе рыночные ниши. Холдинговая группа - выигрышная форма экономической организации для сложных производственно-сбытовых цепочек от добычи первичного сырья или разработки продукции (технологии), через промежуточные стадии производственного процесса и до конечных продаж.

Длинная цепочка часто превосходит организационные возможности фирмы. Замена внутренней иерархии межфирменной кооперацией помогает группе решить проблему неуправляемости сложной административной единицы. Степень контроля в группе ниже, но управляемость комплекса в целом выше. Кроме того, головная компания не несёт риски дочерних.

Ещё одно преимущество холдинговой группы состоит в том, что она может реализовать экономию на масштабах с меньшими объёмами инвестиций путем включить поставщиков в состав своих групп. Следовательно, отпала необходимость вкладывать средства в создание собственного агрегатного производства. Включение компаний в состав холдинга обычно сопровождается обменом акций дочерних компаний на единую акцию холдинга. После того, как акции участников группы обмениваются на единую акцию холдинга, компании группы уходят с открытого фондового рынка. Акция холдинговой компании – это субститут акций производственных компаний её группы. Это своего рода диверсифицированный портфель, который предлагается инвесторам на фондовом рынке. Собственникам холдинговой компании достаются дивиденды дочерних компаний за вычетом некоторой части, которую аккумулирует холдинговая компания (резервы для развития группы, управленческие расходы самой холдинговой компании).

Для предприятий, объединённых в холдинг, дирекция холдинга – единственный акционер с неограниченным господством. Но дочерние компании могут реализовать свои тенденции к росту и учредительству. Широко известны случаи, когда дочерние компании создают свои дочерние – «внучатные» по отношению к «ядру» холдинговой группы, и иерархическая структура группы становится многоярусной. Система субституции ценных бумаг в таких иерархиях уменьшает предпринимательский риск, равномернее его распределяя. Для контроля над большой пирамидой головной компании достаточно вложения средств в половину акций первого яруса этой пирамиды.

Холдинговые компании выступают посредниками на фондовых рынках для компаний, испытывающих потребность в крупномасштабном внешнем финансировании. Это публичные компании, которые нуждаются в фондовом рынке, достаточно масштабном. Холдинги выполняют функцию мобилизации капиталов потому и постольку, поскольку дисперсия их акций достаточно широка.

К преимуществам холдинга так же относятся:

- холдинг является более простым с юридической точки зрения и менее дорогостоящим способ обретения контроля над другой фирмой, чем слияние, поглощение или покупка активов другой фирмы.

- при создании холдинга материнская компания учитывает добровольность и мнение дочернего общества.

- создание дочерних обществ, контролируемых холдингом, позволяет корпорации получить юридические основания для проникновения на рынки стран, где деятельность корпоративных структур ограничена.

Функционирование холдинговых компаний может принести максимальную для экономии отдачу в следующих случаях:

- в отраслях промышленности с высоким уровнем концентрации производства (например, в черной и цветной металлургии);

- в отраслях, являющимися естественными монополиями (газовая промышленность, энергетика);

- в тех отраслях, где происходит конгломератная интеграция предприятий, объединенных общей экономической цепочкой (например, нефтедобыча и нефтепереработка);

- в случае, когда происходит неконтролируемая скупка контрольных пакетов акций предприятий криминальными коммерческими структурами (здесь необходима передача контрольных пакетов акций государственным холдинговым компаниям).

Дифференцированный подход государства к образованию и поддержке холдинговых компаний позволяет повысить эффективность подобных структур. Холдинговая компания должна быть зарегистрирована в законодательном порядке. С момента регистрации она приобретает все права юридического лица. Холдинги от своего имени могут заключать договоры, приобретать имущественные и неимущественные права. Доходы холдинговых компаний формируются за счет дивидендов по акциям и процентов по иным ценным

бумагам, находящимся в их портфеле, а также за счет предпринимательской деятельности (для смешанных холдингов) и той части прибыли дочерних обществ, которая перечисляется на счет холдинговой компании.

В современных условиях получил значительное распространение такой метод, как взаимное холдинговое владение акциями, практикуемое между различными компаниями одной страны или разных стран. Интернационализация деятельности холдингов проявляется так же в том, что большинство крупных компаний стремятся открывать филиалы, представительства, дочерние общества в различных странах и регионах. При этом региональные подразделения управляются соответствующими региональными субхолдингами (чистыми или оперативными), подконтрольными головной компании холдинга. Как свидетельствует мировой опыт, холдинговые компании столь активно развиваются, что можно говорить о формировании сети холдингов, контролирующей крупнейшие корпорации. Характерно, что вопрос о месте размещения субхолдингов решается головной холдинговой компанией на основе учета комплекса факторов, где помимо чисто практических задач производственного и коммерческого характера немалое место занимает сравнительная характеристика уровней налогообложения в различных странах.

Холдинговая компания называется диверсифицированной, если ее дочерние общества не имеют между собой функциональных и технологических связей и относятся к разнообразным отраслям экономики. Такая холдинговая компания осуществляет исключительно финансовое управление деятельностью дочерних обществ, а все управленческие вопросы решаются управленческим персоналом каждого дочернего общества самостоятельно.

Холдинговая форма удобна с точки зрения руководства группой компаний, так как данная форма позволяет:

- во-первых, согласованно формировать, корректировать и решать цели и задачи компании. Вырабатывать эффективные управленческие решения

в кризисных ситуациях. Осуществлять единое управление стратегическим развитием компании.

- во-вторых, унифицировать и стандартизировать ведение учета, документооборота, и т. д.

- в-третьих, прямо или косвенно контролировать цены, при этом защищая интересы всей группы.

С помощью холдинговой формы объединения группы хозяйствующих субъектов можно достичь стабильных и высоких экономических показателей деятельности субъектов.

Холдинговые компании создаются как в процессе преобразования государственных предприятий в акционерные общества, так и при объединении предприятий среднего и малого бизнеса.

С их помощью устраняются многие негативные моменты в макросфере, образовавшиеся в результате разрушения хозяйственных связей, улучшается координация и регулирование деятельности всех, входящих в состав холдинга предприятий.

Малый и средний бизнес имеет собственные специфические черты и законы развития, свои достоинства и недостатки.

Для него характерна неразвитость производственной инфраструктуры, недостаточна техническая и технологическая вооруженность, здесь часто испытывают трудности с поиском поставщиков, с получением банковских кредитов.

Но эти вопросы успешно решаются в условиях крупного бизнеса.

В то же время для крупного бизнеса не свойственна высокая восприимчивость к нововведениям, он лишен возможностей к быстрой переориентации на производство нового продукта, к реагированию на изменение общественных потребностей.

Помимо этого, для него часто характерна жесткость организационной структуры.

Но большие технические, технологические и финансовые возможности делают этот бизнес устойчивым, не говоря уже о том, что в нем может осуществляться «экономия на масштабе, на разнообразии, на транзакционных издержках и др.

Очевидная взаимодополняемость позитивных и негативных характеристик деятельности малого и крупного бизнеса приводит к осознанию весьма важного момента - необходимости нахождения возможностей для наиболее оптимального соединения вышеназванных параметров функционирования всего бизнеса, что и получило воплощение при образовании холдинговых компаний.

За менее чем полувековую историю существования холдингов в мировой практике была осознана их огромная значимость для развития экономики – они позволяют реализовать задачи, не решаемые на уровне отдельного предприятия, оптимизировать связи между предприятиями и систему управления. Холдинговые структуры могут рассматриваться и как результат экономических преобразований, и как средство для дальнейшего их осуществления в условиях транзитивной экономики.

Макроэкономическая стабилизация невозможна и без широкого развития инвестиционной деятельности, при этом именно холдинги способны обеспечивать решение данной проблемы.

Холдинговые структуры одновременно ослабляют и позиции теневой экономики, и возможности для государственного вмешательства в рыночные отношения.

Холдинговые компании демонстрируют свою жизнеспособность и, в сущности, становятся буфером между макро- и микроэкономикой.

В частности, рыночная экономика не мыслима без развития инвестиционных процессов как в макро-, так и в микроэкономике. И преодоление инвестиционного дефицита, осуществление инвестиционного прорыва становится возможным при создании холдинговых компаний.

2.2 Характеристика ПАО «НК Роснефть» и анализ финансового состояния предприятия

ПАО «НК Роснефть» – российская нефтегазовая компания. Зарегистрирована в 1994 году в Москве, в 2016 году из открытого акционерного общества реорганизована в публичное. В 2013 году стала крупнейшей в мире компанией-производителем нефти. По данным журнала «Эксперт», в 2017 году занимала третье место среди российских компаний по объемам выручки. Находится в перечне стратегических предприятий страны [22].

Миссией ПАО «НК «Роснефть» является эффективная реализация энергетического потенциала в рамках проектов в России и за рубежом, обеспечение энергобезопасности и бережное отношение к природным ресурсам.

Основными видами деятельности ПАО «НК «Роснефть» являются:

- поиск и разведка месторождений углеводородов,
- добыча нефти,
- добыча газа,
- добыча газового конденсата,
- реализация проектов по освоению морских месторождений,
- переработка добытого сырья,
- реализация нефти, газа и продуктов их переработки на территории Российской Федерации и за ее пределами.

ПАО «НК Роснефть» является типичным для нефтяной компании операционным холдингом. Данная компания в основном состоит из предприятий единой отрасли и является вертикально-интегрированным холдингом, так как компании холдинга входят во все звенья производственной цепочки, начиная от разведки месторождений и заканчивая сбытом.

Основные добывающие активы компании по состоянию на конец 2018 года:

- ООО «РН-Юганскнефтегаз» (519,8 млн баррелей + 4,77 млрд м³ газа, Западная Сибирь),

- ЗАО «Ванкорнефть» (159 млн баррелей + 7,25 млрд м³ газа, Восточная Сибирь),
- Самотлорнефтегаз (143,8 млн баррелей + 5,9 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- Башнефть-Добыча (121,4 млн баррелей + 0,5 млрд м³ газа, Центральная Россия),
- Оренбургнефть (110,4 млн баррелей + 1,38 млрд м³ газа, Центральная Россия),
- АО «Самаранефтегаз» (89,7 млн баррелей + 0,52 млрд м³ газа, Центральная Россия),
- РН-Уватнефтегаз (78,3 млн баррелей + 0,3 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- Верхнечонскнефтегаз (61 млн баррелей + 0,87 млрд м³ газа, Восточная Сибирь),
- Варьеганнефтегаз (44,1 млн баррелей + 4,06 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- РН-Няганьнефтегаз (43,3 млн баррелей + 1,78 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- ООО «РН-Пурнефтегаз» (36,2 млн баррелей + 5,61 млрд м³ газа, Западная Сибирь),,
- ОАО «Томскнефть ВНК» (32,4 млн баррелей + 0,95 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- «РН-Северная нефть» (22,4 млн баррелей + 0,19 млрд м³ газа, Тиман-Печора в Республике Коми),
- Таас-Юрях (21,5 млн баррелей, Дальний Восток),
- Оффшорные проекты (19,6 млн баррелей + 3,12 млрд м³ газа, Дальний Восток),
- Востсибнефтегаз (17,1 млн баррелей, Восточная Сибирь),
- Конданефть (11,8 млн баррелей, Западная Сибирь),
- Соровскнефть (11 млн баррелей, Западная Сибирь),
- Башнефть-Полюс (8,1 млн баррелей, Тиман-Печора),
- Сибнефтегаз (11,96 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- Роспан Интернэшнл (4,77 млрд м³ газа, Западная Сибирь),
- проект Зор (2,16 млрд м³ газа, Египет),

- РН-Краснодарнефтегаз (1,99 млрд м³ газа, юг России).

В таблице 2.1 указан состав акционеров (держателей акций) ПАО «НК Роснефть» по состоянию на 1 мая 2019 года.

Таблица 2.1 – Состав акционеров группы ПАО «НК Роснефть»

Акционеры	Количество акций	Доля в уставном капитале, %
АО «РОСНЕФТЕГАЗ» (акционер)	5 299 088 910	50,00000001
BP Russian Investments Limited (акционер)	2 092 900 097	19,75
QH Oil Investments LLC (акционер)	2 006 045 126	18,93
Небанковская кредитная организация акционерное общество «Национальный расчетный депозитарий» (номинальный держатель центральный депозитарий)	1 101 948 138	10,4
Прочие юридические лица	61 983 408	0,58
Российская Федерация в лице Федерального агентства по управлению государственным имуществом (акционер)	1	менее 0,01
Физические лица	36 062 868	0,34
Счет неустановленных лиц	149 269	менее 0,01
Итого	10 598 177 817	100

На рисунке 2.1 изображена операционная структура ПАО «НК Роснефть».

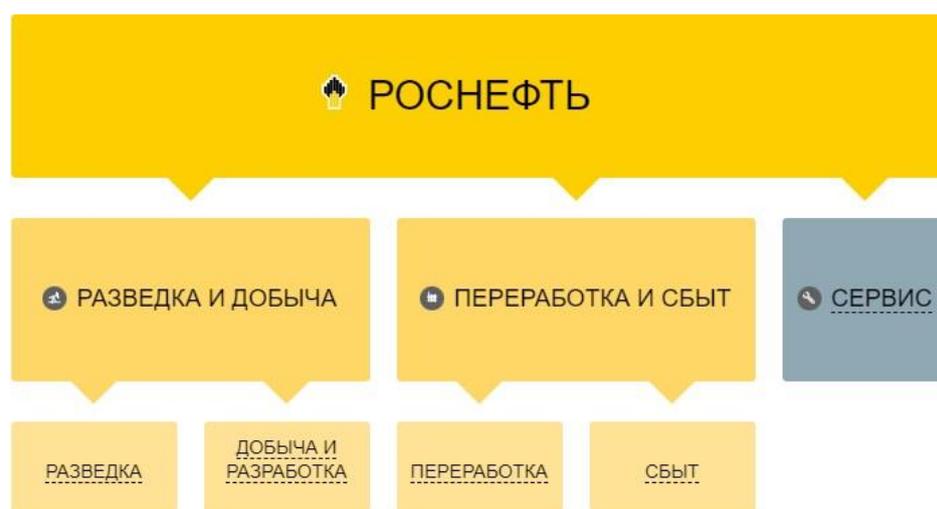


Рисунок 2.1 – Организационная схема операционного холдинга

Анализ динамики и структуры баланса

Динамика состава и структуры имущества предприятия ПАО «НК Роснефть» представлена ниже.

Проанализируем состояние предприятие за последние три года, на протяжении трёх лет наблюдается значительный рост показателей. В первую очередь рассмотрим валюту баланса. В 2016 году валюта баланса увеличилась с 9 449 874 264 тыс. руб. до 9 953 401 470 тыс. руб. (т.е. на 5,33%), в основном это произошло за счет роста долгосрочных финансовых вложений, увеличения долгосрочных заёмных средств и кредиторской задолженности. В 2017 году ВБ баланса претерпела еще большее увеличение с 9 953 401 470 тыс. руб. до 11 082 918 372 тыс. руб. (11,35%), это было обусловлено повторным ростом долгосрочных финансовых вложений (на 511 730 146 тыс. руб.), а также ростом дебиторской задолженности с 1 523 299 152 тыс. руб. до 2 531 306 562 тыс. руб. (на 66,17%). В 2018 году динамика роста продолжилась, ВБ выросла с 11 082 918 372 тыс. руб. до 12 308 717 819 тыс. руб. (11%), за данный период компания нарастила количество денежных средств более, чем в 4 раза – на 481 902 563 тыс. руб. (413%) и увеличила краткосрочные финансовые вложения на 372 777 908 (51%), рост дебиторской задолженности и долгосрочных финансовых вложений в этом году несколько замедлился: дебиторская задолженность – 4,83%, а долгосрочные финансовые вложения – 2,59%.

В 2016 выручка увеличилась незначительно, всего на 2,58% с 3 831 094 945 тыс. руб. до 3 930 139 846 тыс. руб. С 2017 года наблюдается значительный рост выручки на 962 794 542 тыс. руб. с 3 930 139 846 тыс. руб. до 4 892 934 388 тыс. руб. (24,5%). В 2018 зафиксировано еще большее увеличение на 2 075 313 656 тыс. руб. с 4 892 934 388 тыс. руб. до 6 968 248 044 тыс. руб. (39,53%). Чистая прибыль за три года увеличилась примерно в 4,6 раз с 99 301 824 тыс. руб. до 460 784 009 тыс. руб. (223%). Для наглядности изобразим динамику баланса на рисунке 2.2.

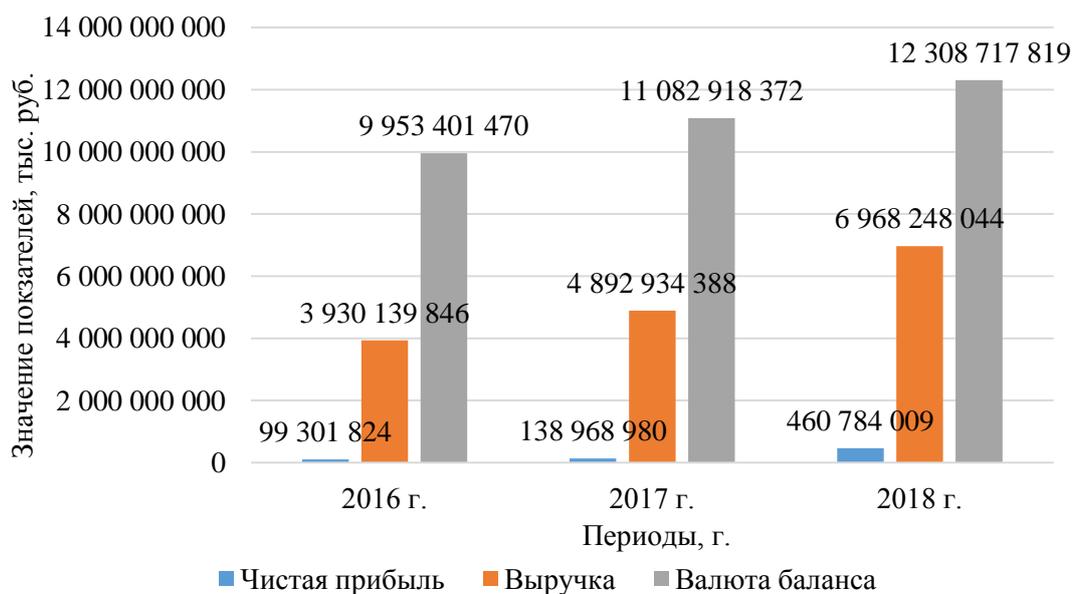


Рисунок 2.2 – Динамика показателей в период с 2016-2018 гг.

Увеличение показателя валюты баланса при одновременном росте выручки говорит о расширении производственных возможностей и свидетельствует о росте деловой активности компании. Далее рассмотрим структуру активов.

Структура активов организации по состоянию на 31.12.2018 характеризуется следующим соотношением: 62,77% внеоборотных активов и 37,23% оборотных активов. На протяжении трёх периодов наблюдается динамика увеличения оборотных активов, темпы прироста равны 5,33% в 2016 году, 13% в 2017 году и 27,31% в 2018 году соответственно. Рост внеоборотных активов замедлялся с каждым годом и составил 29,83% в 2016 году, 10,56% в 2017 году и 3,24% в 2018 году соответственно. Соотношение внеоборотных и оборотных активов представлено на рисунке 2.3.



Рисунок 2.3 – Соотношение ВОА и ОА за 2016-2018 гг.

Из графика видно, что основную долю активов занимают внеоборотные активы, это говорит о невысокой степени мобильности имущества, что обусловлено спецификой деятельности предприятия. На протяжении трёх лет степень мобильности активов остаётся примерно на одном и том же уровне.

Структура активов организации в разрезе основных групп представлена ниже на рисунке 2.4.

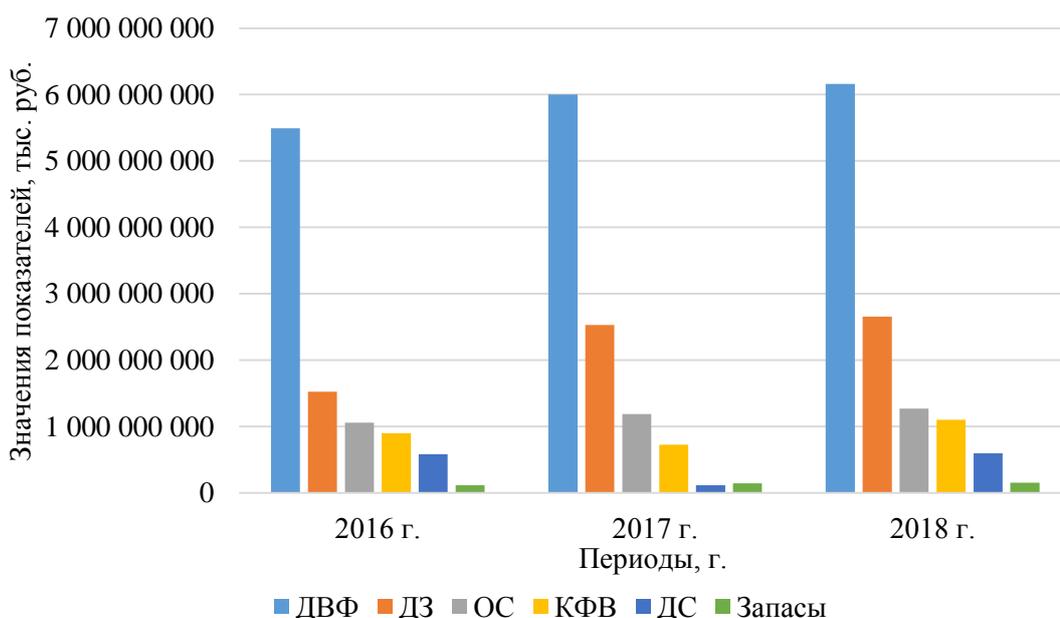


Рисунок 2.4 – Структура активов ПАО «НК Роснефть» за 2016-2018 гг.

Наибольший удельный вес занимают долгосрочные финансовые вложения, на 2018 год они составляют 50%, далее следует дебиторская задолженность – 21,5%, основные средства – 10,31%, краткосрочные финансовые вложения – 8,94%, денежные средства – 4,86%, запасы имеют наименьший вес и занимают всего 1,23%.

Рассмотрим структуру внеоборотных активов. Основные статьи в этом разделе – долгосрочные финансовые вложения (79,72%) и основные средства – 16,34%. Данные показатели демонстрируют рост в каждом году. Такая большая доля долгосрочных финансовых вложений вполне характерна для холдинговых компаний и означает осуществление инвестиционных процессов. Рост количества основных средств свидетельствует о реальном вложении средств в производственный процесс. Структура внеоборотных активов представлена на рисунке 2.5.

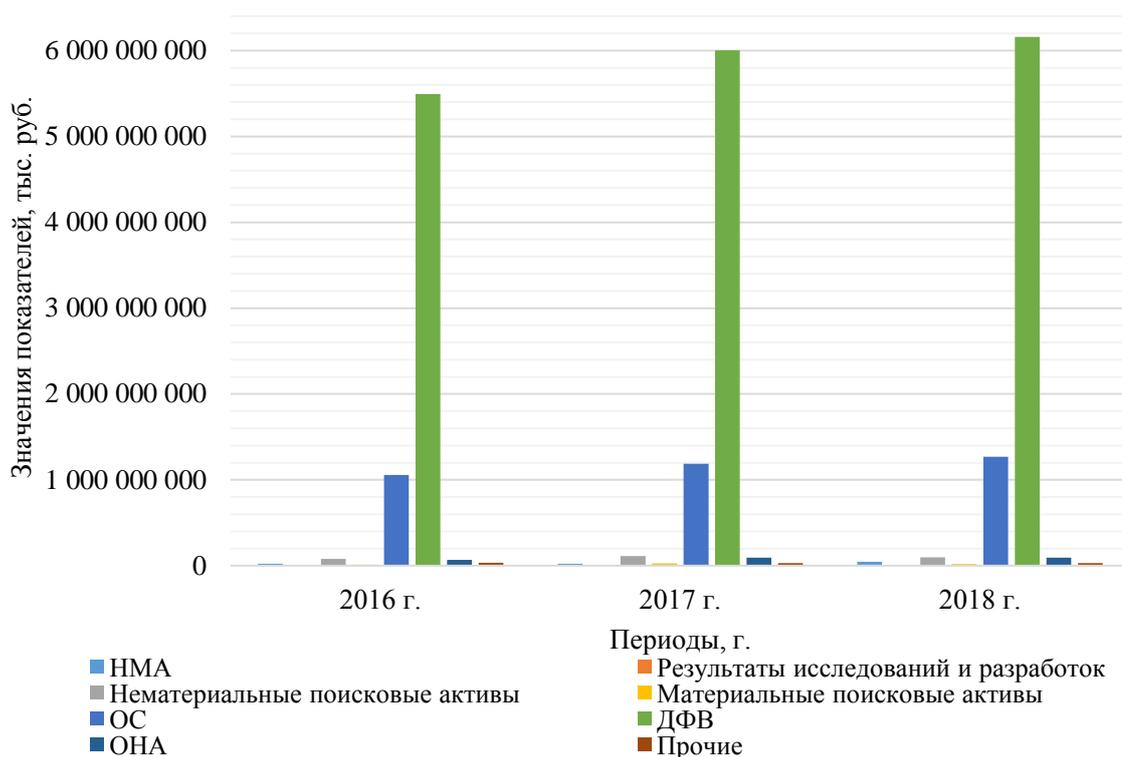


Рисунок 2.5 – Структура ВОА за 2016-2018 гг.

Рассмотрим подробнее структуру оборотных активов. Оборотные активы состоят в основном из дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений и денежных средств, за три периода наблюдается большой рост

дебиторской задолженности, практически на 74% за отчётный период что наряду с ростом выручки свидетельствует об увеличении масштабов деятельности без каких-либо изменений в управлении дебиторской задолженностью. Краткосрочные финансовые вложения и денежные средства в среднем оставались на том же уровне в течение отчётного периода. Структуру оборотных активов изобразим на рисунке 2.6.

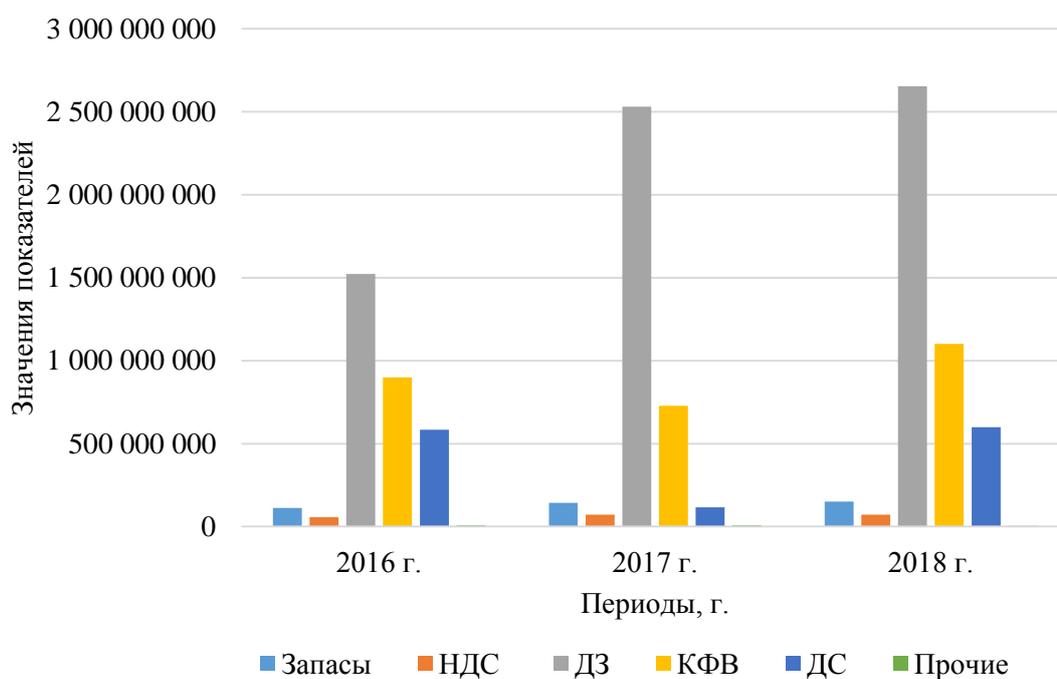


Рисунок 2.6 – Структура ОА за анализируемый период

Рассмотрим подробнее структуру оборотных активов. Оборотные активы состоят в основном из денежных средств, запасов и дебиторской задолженности, за три периода наблюдается рост данных показателей.

Далее рассмотрим структуру пассива предприятия ПАО «НК Роснефть».

При анализе структуры капитала, можно заметить, что он более чем на 50% состоит в основном из долгосрочных обязательств, собственный капитал в каждом году занимает самую маленькую долю. Так в 2018 году удельный вес собственного капитала равен 16,46%, краткосрочных обязательств 26%, а долгосрочных обязательств – 57,54%. Такая высокая доля заёмного капитала не считается положительным фактором, но компенсируется значительным весом долгосрочных займов, в 2018 году они составили почти 82% от всех

долгосрочных обязательств. Такое большое значение данного показателя свидетельствует о проведении инвестиционной деятельности в компании. Это связано с системой финансирования внутри холдинга – материнская компания берет займы на себя, а потом распределяет внутри группы. Для наглядности изобразим график 2.7.

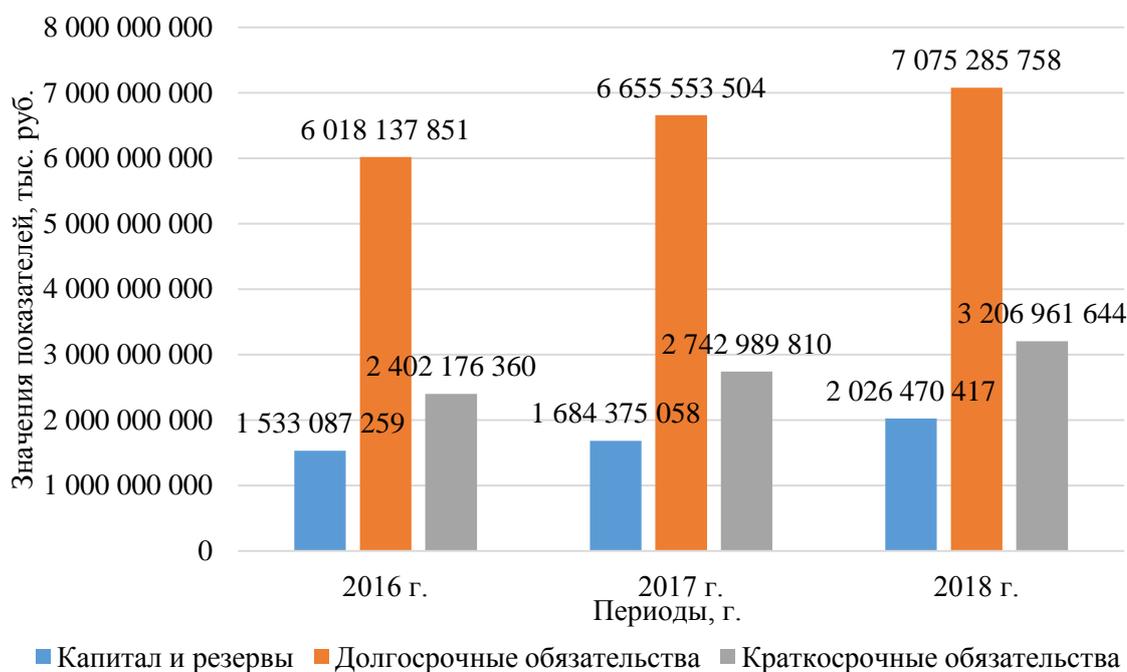


Рисунок 2.7 – Структура пассива баланса за 2016-2018 гг.

Результаты экспресс анализа отчетности ПАО «НК Роснефть» говорят о том, что организация работает с большим объемом заёмных средств, в большей степени долгосрочных. Собственный капитал компании почти в 5 раз меньше заёмного. Раздел «Долгосрочные обязательства» на протяжении трёх периодов занимает более 50% валюты баланса. Раздел «Краткосрочные обязательства» в среднем за три периода занимает примерно 25% валюты баланса и состоит в основном из кредиторской задолженности. В 2018 году она выросла на 30% с 1 785 522 79 тыс. руб. до 2 333 146 921 тыс. руб.

Проверим соблюдение золотого правила финансов с помощью сопоставления структуры актива и пассива. Согласно этому правилу: долгосрочные активы (внеоборотные активы) должны финансироваться долгосрочными пассивами (собственный капитал и долгосрочные обязательства), а краткосрочные пассивы

(краткосрочные обязательства) должны финансировать краткосрочные активы (оборотные активы). Отообразим это соотношение в таблице 2.2.

Таблица 2.2 – Группировка долгосрочных и краткосрочных пассивов и активов
В тысячах рублей

Долгосрочные Активы	Долгосрочные Пассивы
7 726 342 875	9 101 756 175
Краткосрочные Активы	Краткосрочные Пассивы
4 582 374 944	3 206 961 644

Из таблицы видно, что есть некоторые сдвиги в пользу финансирования долгосрочными пассивами оборотных активов, что не является критичным, если брать в учёт специфику предприятия и акцент на долгосрочных займах и объёмный инвестиционный процесс.

Далее проверим соответствие золотому правилу экономики, согласно формуле (1):

$$TP \text{ прибыли} > TP \text{ выручки} > TP \text{ валюты баланса} > 100\%. \quad (1)$$

По состоянию на 2018 год данная формула (2) будет выглядеть следующим образом:

$$464,02\% > 177,30\% > 123,66\% > 100\%. \quad (2)$$

Три из трёх неравенств соблюдаются. Темп роста валюты баланса и выручки свидетельствует о расширении деятельности и эффективном использовании имущества соответственно. Темп роста прибыли, сильно опережающий темп роста выручки, говорит о достаточно высокой степени эффективности управления финансовыми ресурсами.

Анализируя «Отчет о прибылях и убытках», можно заметить, что выручка растет с каждым годом, так в 2016 году она составила 3 930 139 846 тыс. руб., в 2017 – 4 892 934 388 тыс. руб., а к концу 2018 поднялась до 6 968 248 044 тыс. руб., т.е. показатель увеличился с 2016 года на 77,3%.

Себестоимость продаж растет медленнее выручки, в 2016 году она меньше выручки на 1 083 369 693 тыс. руб., на конец 2018 года выручка превышает себестоимость на 2 128 958 036 тыс. руб., это обуславливается увеличением объёма производства.

На начало и конец периода значение показателя валовая прибыль было положительным – 1 083 369 693 тыс. руб. и 2 128 958 036 тыс. руб. В результате отмечалось увеличение показателя валовой прибыли на 1 045 588 343 тыс. руб. (96,51%), что свидетельствует о том, что предприятие с легкостью преодолело порог рентабельности в эти года.

Величина чистой прибыли увеличивается из года в год. В 2016 году она составляла 99 301 824 тыс. руб., в 2017 увеличилась на 39 667 156 тыс. руб., в 2018 году динамика роста продолжилась, прирост прибыли составил 321 815 029 тыс. руб., всего показатель по сравнению с прошлым годом вырос на 231,57%. Увеличение роста в 2018 году вызвано ростом выручки на 42,41%, а также с повышением уровня показателя доходов от изменения справедливой стоимости производных финансовых инструментов, которые в свою очередь поднялись на 120,56%.

Для наглядности изобразим динамику показателей на рисунке 2.8.

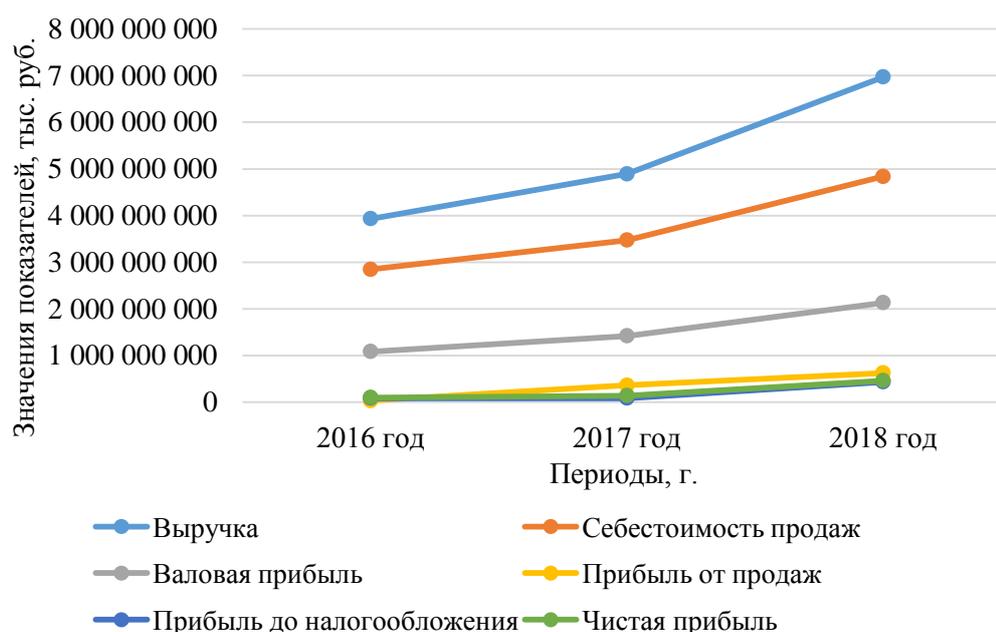


Рисунок 2.8– Динамика выручки, себестоимости и прибылей за 2016-2018 гг.

Анализ ликвидности баланса

Группировка статей баланса объекта исследования по степени ликвидности представлена в таблице 2.3.

Таблица 2.3 – Группировка статей баланса по степени ликвидности

В тысячах рублей

Актив	Период		
	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
A1	1 483 490 769	844 694 325	1 699 374 797
A2	1 530 903 834	2 539 707 308	2 658 855 254
A3	170 290 331	214 987 284	224 144 893
A4	6 768 716 536	7 483 529 455	7 726 342 875
Пассив	Период		
	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
П1	1 753 787 381	1 785 522 679	2 333 146 921
П2	525 937 083	860 683 469	818 434 343
П3	6 018 137 851	6 655 553 504	7 075 285 758
П4	1 534 962 073	1 687 026 173	2 029 210 574

Далее после составления группировки затрат необходимо провести анализ ликвидности баланса объекта исследования. Такой анализ приведен в таблице 2.4.

Таблица 2.4 – Анализ ликвидности баланса

Норматив	Период		
	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
$A1 \geq П1$	<	<	<
$A2 \geq П2$	>	>	>
$A3 \geq П3$	<	<	<
$A4 \leq П4$	>	>	>

Так как обязательным условием абсолютной ликвидности баланса является выполнение первых трех неравенств (последнее неравенство носит балансирующий характер), то ликвидность баланса на протяжении всего наблюдаемого периода нельзя назвать абсолютной, так как выполняется лишь второй неравенство. На практике менее ликвидные активы не могут заменить

более ликвидные средства. Анализируя данные, представленные в таблице, следует отметить, что на протяжении трех лет баланс ПАО «НК Роснефть» не является абсолютно ликвидным, т.к. выполняется только одно из трёх соотношений, при которых баланс считается абсолютно ликвидным.

Невыполнение первого неравенства говорит об отсутствии у компании достаточного количества денежных средств для покрытия наиболее срочных обязательств.

Выполнение второго неравенства говорит о наличии быстро реализуемых активов и, как правило, свидетельствует о способности рассчитываться по краткосрочным обязательствам. Компания с легкостью может покрыть краткосрочные обязательства за счёт быстро реализуемых активов.

Невыполнение третьего неравенства говорит о том, что организация неспособна рассчитываться со своими кредиторами по долгосрочным обязательствам в моменте.

Невыполнение четвертого неравенства говорит о том, что у компании достаточно собственных оборотных средств для покрытия потребности в оборотных активах.

Следовательно, можно сделать вывод, что компания не является абсолютно ликвидной. Но для более точной оценки при анализе баланса следует рассчитать коэффициенты ликвидности. Все показатели оценки ликвидности приведены в таблице 2.5.

Таблица 2.5 – Показатели оценки ликвидности

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Чистый оборотный капитал, тыс. руб.	782 508 574	856 399 107	1 375 413 300
Абсолютная (Кал), %	0,618	0,308	0,53
Быстрая (Кбл), %	1,252	1,231	1,357
Текущая (Ктл), %	1,326	1,312	1,429

Итак, возрастание ЧОК говорит о значительном повышении уровня ликвидности предприятия. Коэффициент абсолютной ликвидности, рассчитанный для ПАО «НК Роснефть» за исследуемый период, в среднем остаётся на одном и том же уровне в течение трёх лет. Предприятие в состоянии своими наиболее ликвидными активами покрыть задолженность в краткие сроки. Значение коэффициента находится в пределах норм (0,1-0,5).

Коэффициент быстрой ликвидности на предприятии за анализируемый период опережает нормативные значения в 2016-2018 годах. Такое значение показателя связано с тем, что у ПАО «НК Роснефть» на протяжении всего исследуемого периода происходит наращивание дебиторской задолженности. К концу 2018 года предприятие способно оплатить 135,7% своей задолженности из оборотных активов.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, какую часть текущих обязательств по кредитам и расчетам можно погасить, мобилизовав все оборотные средства в течение определенного периода. Анализ 2016-2018 годов показывает, что коэффициент находится немного ниже нормы, но при этом имеющиеся активы все еще могут в полной мере удовлетворить текущие обязательства в течение года. Рост коэффициента в исследуемом периоде связан с увеличением величины текущих активов по отношению к краткосрочным пассивам предприятия.

Делая вывод по показателям ликвидности, можно сказать, что предприятие на протяжении всего периода имеет достаточный уровень ликвидности баланса для покрытия своих обязательств, но при этом следует обратить внимание на то, что некоторые из показателей находятся на уровне ниже нормы.

Анализ финансовой устойчивости

Изучая излишек или недостаток средств для формирования запасов, устанавливаются абсолютные показатели финансовой устойчивости – таблица 2.6.

Таблица 2.6 – Показатели для анализа финансовой устойчивости

В тысячах рублей

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Запасы+НДСпр	170 290 331	214 987 284	224 144 893
СОС	-5 235 629 277	-5 799 154 397	-5 699 872 458
ЧОК	782 508 574	856 399 107	1 375 413 300
ОИФЗ	1 308 069 827	1 716 669 967	2 193 348 356

Нормальный тип финансовой устойчивости говорит о том, что у организации имеется в наличии такое количество собственного и долгосрочного капитала в источниках финансирования деятельности, что она практически не несет никаких рисков неплатежеспособности. Данная ситуация означает, что предприятие может вовремя расплатиться со своими кредиторами по всем обязательствам. Данный тип финансовой устойчивости считается оптимальным для предприятия, так как абсолютный тип финансовой устойчивости показывает недостаточную эффективность управления финансами организации.

Кроме абсолютных показателей устойчивости есть смысл рассчитать также относительные показатели финансовой устойчивости. Показатели финансовой устойчивости, рассчитанные для ПАО «НК Роснефть», приведены в таблице 2.7.

Таблица 2.7 – Показатели финансовой устойчивости

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Концентрация СК	0,154	0,152	0,165
Мультипликатор СК	6,492	6,58	6,074
Концентрация ЗК	0,846	0,848	0,835
Концентрация ПМ	0,759	0,753	0,739
Соотношение ЗК и СК	5,492	5,58	5,074
Соотношение СК и ЗК	0,182	0,179	0,197
СОС	-5 235 629 277	-5 799 154 397	-5 699 872 458
ЧОК	782 508 574	856 399 107	1 375 413 300
Обеспеченность ОА за счет ЧОК	0,246	0,238	0,3
Обеспеченность запасов за счёт ЧОК	6,924	6,015	9,083
Маневренность ПК	0,104	0,103	0,151

1) Такой низкий показатель концентрации собственного капитала (0,165 в 2018 году) характерен для холдинговой компании, которая постоянно занимается финансовыми вложениями для расширения своего бизнеса. Позволить себе расширение только за счёт собственных средств практически невозможно, именно поэтому компания прибегает к пользованию заёмными средствами. Отрицательной динамики по показателю не наблюдается, за отчётный период он почти не изменился.

2) Мультипликатор собственного капитала показывает, что общий капитал предприятия значительно (в среднем немногим больше, чем в 6 раз за один отчетный период) превосходит собственный капитал во всех отчетных периодах. В 2016 и в 2017 годах показатель оставался на одном и том же уровне, в 2018 г. Претерпел небольшое падение на 0,5 пунктов.

3) Концентрация заемного капитала сильно выше нормативного значения (0,5). Заемный капитал имеет гораздо большую долю (в среднем 0,8 за один отчетный период) в валюте баланса, чем собственный капитал, что делает предприятие финансово-зависимым от кредиторов. Динамика показателя за три отчетных периода остается на прежнем уровне.

4) Концентрация перманентного капитала показывает степень покрытия инвестиций и долгосрочную финансовую устойчивость организации. Показатель находится в пределах норматива (0,75), динамика никак не меняется.

5) Соотношение заемного капитала и собственного капитала значительно выше нормы. Заемный капитал в каждом отчетном периоде занимает более 80% пассива баланса, что показывает высокий дисбаланс в пассивах организации.

6) Соотношение собственного капитала и заемного капитала значительно ниже нормы. Доля собственного капитала у предприятия находится на низком уровне.

7) Собственные оборотные средства отрицательны, т.е. собственного капитала предприятия недостаточно на финансирование оборотных активов. Текущая деятельность предприятия финансируется за счет заёмных средств.

Динамика показателя оценивается отрицательно, так как СОС уменьшается на протяжении всех трех отчетных периодов.

8) Чистый оборотный капитал положителен. Положительная величина чистого оборотного капитала означает наличие финансовых источников, потенциально готовых к финансированию вложений в оборотные активы. С каждым годом наблюдается увеличение показателя, то есть организации требуется все больше перманентного капитала для финансирования своих оборотных активов, что является негативным фактором, так как в каждый определенный момент времени величина ЧОК должна быть равна нулю (что означает полную загрузку капитала в оборотные активы).

9) Обеспеченность оборотных активов за счет чистого оборотного капитала. Положительное значение коэффициента ЧОК демонстрирует, сколько процентов оборотных активов сформированы за счет перманентного капитала. В 2018 году 30% оборотных активов профинансировано перманентным капиталом.

10) Обеспеченность запасов за счет собственных источников формирования отражает долю запасов и затрат, покрытых чистым оборотным капиталом. Предприятие способно формировать запасы и другие затраты за счет чистого оборотного капитала.

11) Маневренность перманентного капитала. Мобильность оборотных активов может осуществляться за счет чистого оборотного капитала.

Данные коэффициентного анализа финансовой устойчивости подтверждают результат безкоэффициентного анализа - нормальный тип финансовой устойчивости предприятия. В целом показатели находятся либо в норме, либо в характерном значении для холдинга, который ведёт постоянную инвестиционную деятельность. Динамика показателей за исследуемый период стабильна, сильных сдвигов не наблюдается.

Итак, предприятие частично зависит от внешних источников. Это подтверждается значениями коэффициентов финансовой независимости и самофинансирования, обеспеченности чистым оборотным капиталом.

Показатели деловой активности

Показатели деловой активности предприятия дают понять, как активно предприятие использует свои возможности, как эффективно использует свое имущество. Деловая активность предприятия в финансовом аспекте проявляется, прежде всего в скорости оборота его средств. Анализ деловой активности заключается в исследовании уровней и динамики разнообразных коэффициентов оборачиваемости. Показатели деловой активности предприятия представлены в таблице 2.8.

Таблица 2.8 – Показатели оборачиваемости активов

Показатель	Период								
	2016 г.			2017 г.			2018 г.		
	Коб	Тоб	Кзак	Коб	Тоб	Кзак	Коб	Тоб	Кзак
Оборачиваемость активов	0,4	901,01	2,47	0,46	784,63	2,15	0,59	612,63	1,68
Оборачиваемость капитала	0,4	901,01	2,467	0,46	784,63	2,15	0,59	612,63	1,68
Оборачиваемость ВОА	0,66	556,4	1,52	0,69	531,59	1,46	0,92	398,35	1,09
Оборачиваемость ОА	1,06	344,61	0,94	1,44	253,04	0,69	1,7	214,28	0,59
Оборачиваемость СК	2,65	137,8	0,38	3,04	120,01	0,33	3,76	97,19	0,27
Капиталоотача инвест. капитала	0,52	694,79	1,9	0,62	592,72	1,62	0,8	456,8	1,25
Оборачиваемость КЗ	1,62	224,86	0,62	1,945	187,61	0,51	2,07	175,98	0,48
Оборачиваемость ДЗ	2,22	164,8	0,45	2,41	151,23	0,41	2,69	135,8	0,37
Оборачиваемость Запасов	25,85	14,12	0,04	27,2	13,42	0,04	32,94	11,08	0,03
Оборачиваемость ДС	7,97	45,81	0,13	13,96	26,14	0,07	19,49	18,73	0,05

1) Активы предприятия

Коэффициент оборачиваемости активов характеризует эффективность использования активов с точки зрения объема продаж. Наблюдается положительная динамика. В 2016 году с одного рубля активов предприятие имеет 40 копеек выручки, в 2017 – 46 копеек, а в 2018 году – 59 копеек.

Период оборачиваемости активов в целом за 2016 год составил 901 день. За данный период всё имущество предприятия возмещается в виде выручки. В 2017 году период оборачиваемости упал и составил 784 дней, а в 2018 году снизился до 612 дней. Коэффициент закрепления в 2016 году составил 2,47. 247% выручки связано в балансе в виде активов предприятия. К 2018 году коэффициент снизился до 1,68.

2) Капитал

Показывает, сколько рублей выручки приносит каждый рубль привлеченных финансовых ресурсов. Значения показателей капитала будут равны показателям активов. Так как пассив сам по себе не генерирует выручку, но используется для финансирования активов, которые генерируют выручку, повысить коэффициент оборачиваемости капитала можно только за счет роста оборачиваемости активов.

3) Внеоборотные активы

Фондоотдача показывает, сколько продукции получает организация с каждого рубля, вложенного в основные средства. В 2016 году каждый рубль внеоборотных активов принес 66 копеек выручки. Далее наблюдается рост до 92 копеек в 2018 году из-за роста выручки.

Коэффициент фондоёмкости показывает, сколько копеек нужно вложить в основные средства, чтобы получить 1 рубль выручки. В 2016 году коэффициент фондоёмкости составил 1,52 рубля и уменьшился в 2018 году до 1,09 рубля.

4) Оборотные активы

Коэффициент оборачиваемости оборотных активов (ОА) показывает, сколько оборотов совершили оборотные средства за анализируемый период. В 2016 году

данный коэффициент составляет 1,06, а в 2018 году – 1,70, это говорит об ускорении оборачиваемости оборотных активов – положительная тенденция, величина оборотных активов почти двукратно возвращается в виде выручки. Период оборота оборотных активов уменьшился в 2018 году по сравнению с 2016 годом на 130 дней. Коэффициент закрепления в 2016 году составил 0,94. 94% выручки закреплено в балансе в виде оборотных активов в 2016 году. В 2018 уже 59% выручки.

5) Собственный капитал

Коэффициент оборачиваемости в 2016 году равен 2,65. Каждый рубль, инвестированный в предприятие собственниками приносит 2,65 рублей. В дальнейшем наблюдается динамика подъёма, в 2018 году он составил 3,76. Капиталоотдача СК находится на высоком уровне. Период оборачиваемости собственного капитала в 2018 году составил 97 дней, то есть за этот срок собственный капитал возмещается в виде выручки.

6) Кредиторская задолженность

Один рубль кредиторской задолженности в 2016 году генерирует 1,62 рублей себестоимости. Период оборота в 2016 составил почти 225 дней, что показывает большую отсрочку платежа, предоставляемую поставщиками. К 2018 году данная статья стала генерировать 2,07 рублей себестоимости. 50-55% себестоимости закреплено в балансе в виде кредиторской задолженности в среднем в каждом году.

7) Дебиторская задолженность

По коэффициенту оборачиваемости дебиторской задолженности определяют, сколько раз в среднем дебиторская задолженность превращалась в денежные средства в течение отчетного периода. Оборачиваемость ДЗ В 2016 году равна 2,21 оборотам, а в 2018 г. – 2,69, то есть оборачиваемость дебиторской за отчётный период выросла на 0,47 пунктов. Период оборота ДЗ составил в среднем 150 дней в год. Коэффициент закрепления в среднем составил 0,54, т.е. 54% выручки связано в балансе в виде дебиторской задолженности каждый

год, что является приемлемым показателем для данного вида деятельности организации.

8) Запасы

Коэффициент оборачиваемости запасов отражает скорость реализации этих запасов. В 2016 году этот показатель равен 25,85, в 2018 году вырос до 32,94 оборота. Срок хранения запасов уменьшился на 3 дня (2016 год – 14 дней, 2018 год – 11 дней). Коэффициент вырос вследствие сокращения материалоемкости продукции на производстве.

На рисунке 2.9 показано сравнение периода оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженностей.

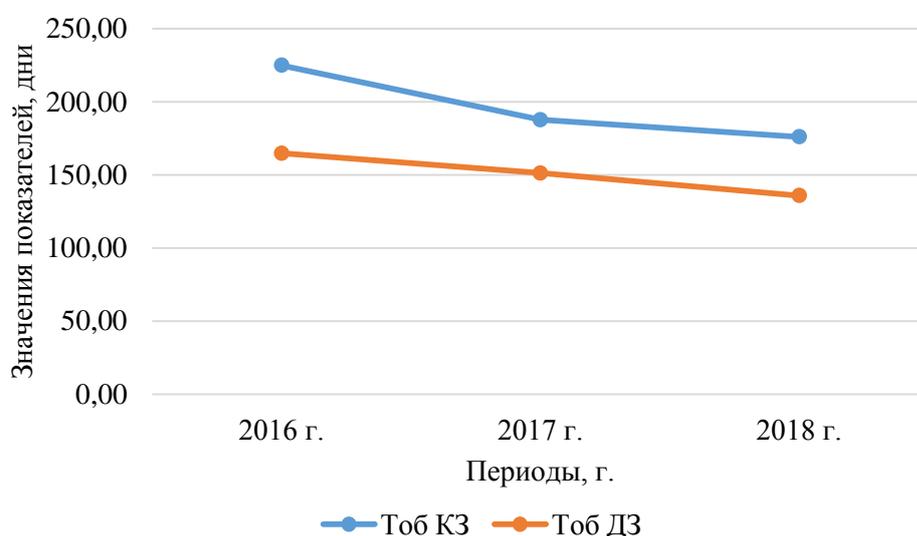


Рисунок 2.9 – Периоды оборачиваемости КЗ и ДЗ

Исходя из графика следует отметить, что на протяжении исследуемого периода оборачиваемость кредиторской задолженности выше оборачиваемости дебиторской в среднем на 1,56 оборота. Это означает, что контрагенты расплачиваются с предприятием быстрее, чем предприятие с ними.

В таблице 2.9 представлена продолжительность хозяйственных циклов предприятия.

Таблица 2.9 – Хозяйственные циклы ПАО «НК Роснефть»

В днях

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Производственный цикл	14,12	13,42	11,08
Операционный цикл	178,91	178,91	146,88
Финансовый цикл	-45,95	-22,96	-29,1

Производственный цикл по итогу отчетных периодов уменьшился и составил 11 дней, что связано с уменьшением периода оборачиваемости запасов.

Поскольку величина операционного цикла значительно превосходит величину производственного, то можно сделать вывод о предоставлении отсрочки платежа. В целом, значения циклов вполне характерны для данной отрасли.

Финансовый цикл на протяжении отчетного периода принимает отрицательное значение. Это означает, что срок погашения кредиторской задолженности превышает продолжительность операционного цикла, а, следовательно, компания не только не нуждается в оборотном капитале, но и располагает свободными денежными средствами.

Показатели оценки рентабельности

В широком смысле слова понятие рентабельности означает прибыльность, доходность. Показатели рентабельности, рассчитанные для ПАО «НК Роснефть», приведены в таблице 2.10.

Таблица 2.10 – Показатели рентабельности «НК Роснефть» за 2016-2018 года

В процентах

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Рентабельность продаж	2,53	2,84	6,61
Рентабельность продукции	3,49	4	9,52
Рентабельность активов	1,02	1,32	3,94
Рентабельность капитала	1,02	1,32	3,94
Рентабельность собственного капитала	6,69	8,64	24,83

Рентабельность всех показателей имеет положительное значение, так как предприятие имеет прибыль от своей деятельности на протяжении исследуемого периода. Стоит отметить, что в 2018 году наблюдается резкий скачок всех показателей по сравнению с предыдущими годами. Это связано с ростом чистой прибыли на 231%. На рисунке 2.10 отображена динамика показателей рентабельности продукции и продаж ПАО «НК Роснефть» за анализируемый период времени.

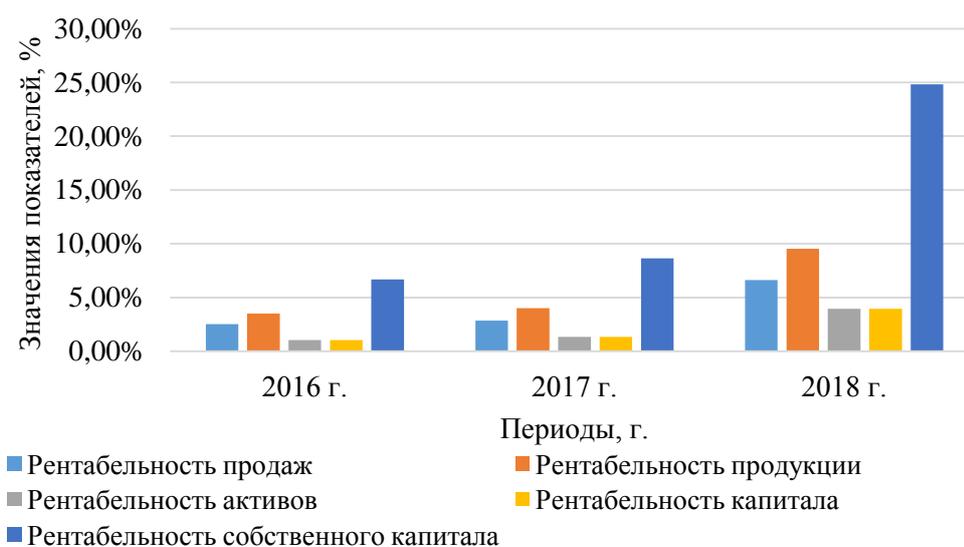


Рисунок 2.10 – Динамика показателей рентабельности за 2016-2018 гг.

Анализ показателей рентабельности реализации продукции показывает, что показатель с 2016 года по 2017 год находятся примерно на одинаковом уровне, а в 2018 году происходит резкий скачок до 9,52%, это происходит за счет повышения объёмов роста холдинга, повлёкшим за собой подъём уровня всех показателей. Также в 2018 году повысилась и рентабельность продаж с 2,53% в 2016 году до 6,61% в 2018, за счет увеличения себестоимости товаров, работ и услуг собственного производства и роста чистой прибыли.

Рентабельность активов характеризует эффективность использования всего наличного имущества предприятия, этот показатель стабильно держался на уровне 1-1,3% и лишь в 2018 году повысился до 3,94%. В данном случае показатель находится сильно ниже нормы, так как согласно данным,

опубликованным ФНС, в 2018 году средний уровень рентабельности активов в нефтегазовом секторе составил 11%.

Рентабельность собственного капитала в 2018 году увеличилась на 18% по сравнению с 2016 годом, это связано с увеличением доли заемных средств в валюте баланса организации, так как предприятие расширяется.

Из анализа рентабельности следует, что деятельность предприятия на данном этапе эффективна, но следует обратить внимание на низкий уровень рентабельности активов по сравнению со среднеотраслевым значением за 2018 год.

Выводы по анализу финансово-хозяйственной деятельности

Обобщающая характеристика финансового состояния предприятия:

- нормальный тип финансовой устойчивости
- нормальные показатели деловой активности
- нормальный уровень ликвидности
- нормальный уровень рентабельности

Исходя из результатов проведенного анализа, мы можем сделать следующие заключения. Предприятие прибыльное.

Предприятие имеет нормальную финансовую устойчивость, что является хорошим показателем с точки зрения раскрытия потенциала организации, так как используются возможности увеличения масштабов деятельности за счет привлечения заемных средств, что влечет за собой рост рентабельности собственного капитала. Данное соотношение показывает, что не все запасы полностью покрываются собственными оборотными средствами, т.е. предприятие зависит от внешних кредиторов. Однако такую ситуацию нужно рассматривать как положительную, поскольку она означает, что руководство предприятия умеет, хочет и имеет возможность использовать внешние источники финансирования основной деятельности.

Значение показателя ликвидности находится на нормальном уровне, ликвидность не избыточна, можно сделать вывод о потенциальном рациональном

использовании денежных ресурсов: предприятие имеет значительную долю денежных средств, включенных в производственно-хозяйственную деятельность, преимущественно осуществляет долгосрочные, а не краткосрочные финансовые вложения, ведь, как известно, доходность первых по общему правилу превышает доходность последних.

Таким образом, в настоящий момент предприятие способно выполнить свои текущие обязательства перед кредиторами. В будущем у холдинга вряд ли могут возникнуть серьёзные финансовые трудности, связанные со снижением рентабельности производства и потерей конкурентоспособности на рынке, особенно с учётом гигантского уровня государственной поддержки.

Выручка от реализации продукции увеличилась. Предприятие в отчетном периоде имело рост чистой прибыли, которая особенно сильно выросла в последнем году отчётного периода.

Исходя из полученных данных можно сделать вывод, что предприятие ПАО «НК Роснефть» на сегодняшний день находится в хорошем финансовом положении. Однако основной проблемой предприятия является экономическое и политическое состояние внешней среды, так как в первую очередь мировые санкции бьют как раз-таки по нефтегазовому сектору.

С точки зрения финансовой структуры ПАО «НК Роснефть» представляет собой классическую для холдинга модель. В холдинге сильно преобладает ставка на заёмные средства, значение всех обязательств превышает собственный капитал в 5 раз к 2018 году. Чистый долг компании постоянно растёт, в 2017 году он составлял 2.2 трлн. руб., это рекордная сумма. По сравнению с показателем 2000 года – чистый долг вырос в 35 раз, и на этом рост не останавливается. Если учесть общую сумму обязательств вместе с отложенными налогами и ещё не добытой нефтью, которую заложили в кредит – по некоторым данным сумма превышает 7 трлн. рублей.

Большую часть этой суммы – 2,2 трлн руб. – «Роснефть» должна была вернуть кредиторам в течение 2017 года, следует из отчетности компании. И это тоже

очередной рекорд. Более половины этого долга (1,4 трлн руб.) относится к сделкам репо, отмечало 8 февраля 2018 г. рейтинговое агентство Moody's. Эта задолженность, по сути, представляет собой фондирование от ЦБ РФ и регулярно рефинансируется, говорится в отчете. Таким образом, погасить или рефинансировать в 2018 г. «Роснефти» нужно всего лишь 800 млрд. руб. Это почти в 4 раза больше свободного денежного потока, полученного компанией в 2018 году, – 245 млрд. руб.

Постепенное увеличение задолженности за прошедший год соответствует параметрам, заложенным в бизнес-план «Роснефти», и связано прежде всего с рядом стратегических сделок по приобретению новых активов на международных рынках. При этом коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 2018 г. находится на комфортном уровне, а общий уровень долговой нагрузки соответствует задачам компании». Ведется работа по оптимизации и увеличению сроков погашения долгов.

Возможности «Роснефти» по привлечению заемных средств за рубежом ограничены из-за санкций. Основные кредиторы компании – российские банки, напоминает аналитик Raiffeisenbank Денис Порывай. «Рефинансировать рублевую часть долга, даже в таком большом размере, «Роснефть» скорее всего сможет без проблем. Большая и важная компания, им даже завышать ставку никто не будет. Кроме того, в России сейчас даже длинные деньги достаточно дешевы», – говорит Порывай. Часть средств компания может привлечь за счет выпуска новых облигаций, хотя, конечно, далеко не на всю необходимую сумму, уточняет аналитик. «Роснефть» активно занимает на публичном рынке. В 2017 г. компания выпустила облигации на 1,1 трлн. руб. В конце того года «Роснефть» одобрила программу выпуска бондов на 1,3 трлн руб. Сейчас более 50% долгового портфеля компании номинировано в рублях. Ставка по краткосрочным облигациям сейчас ниже, занимать на публичном рынке «Роснефти» выгоднее, отмечают эксперты. Ведь ставки постоянно снижаются, поэтому фиксировать их на долгий срок невыгодно.

Основные причины таких цифр – инвестиции и большие капиталовложения, к этому также стоит добавить санкции и выплаты дивидендов. Таким образом, крупная нефтяная компания тратит гораздо больше, чем зарабатывает.

Финансовые резервы сокращены почти в два раза – 2017 год начали с суммой на счетах в 790 млрд рублей, а уже спустя чуть менее чем полгода цифра уменьшилась до 439 млрд. Многие источники не устают делать подсчёты и отмечают, что компания тратит 80 млн рублей за минуту.

На рост суммы долга во многом влияют увеличение инвестиций в успешные месторождения и новые проекты добычи нефти. Всё это позволит увеличить объём в будущем. Нефтяная компания регулярно тратится на покупку активов других компаний и международных мероприятий. Согласно новости от 6 июня 2019 года «Роснефть» ведёт переговоры о покупке крупнейшего в Санкт-Петербурге независимого топливного оператора – «Петербургской топливной компании» (ПТК). Если сделка состоится, «Роснефть» увеличит свою сеть АЗС в России на 5% и займет 27% рынка Санкт-Петербурга.

Из последних крупнейших вложений можно вспомнить следующее: «Роснефть» вложила в нефтегазовую компанию Венесуэлы больше 7 млрд. долларов, среди которых 4 млрд были выданы для погашения долга с помощью поставок нефти с 2016 года. Остальная сумма выдавалась позднее в качестве предоплаты будущих поставок и вложена в совместные предприятия. С учётом экономической и политической ситуации в Венесуэле в наши дни, вопрос надёжности данных инвестиций остаётся открытым.

Не так давно была закрыта крупная сделка – компания приобрела почти 50% Essar Oil Limited. Стоимость сделки составила почти 13 млрд. долл. Таким образом, компании удалось выйти на стремительно растущий рынок АТР, что поспособствует росту эффективности поставок для других стран региона. Кроме того, стоит упомянуть о покупке больше 50% доли в «Башнефти», и 30% в египетском Zohn.

В текущем году по сообщениям ТАСС появилась информация о намерении «Роснефти» увеличить вложения, связанные с освоением шельфа Арктики. До 2016 года они составили около 100 миллиардов рублей, и в будущем инвестиции должны вырасти в несколько раз.

Большое преимущество в том, что все эти вложения и приобретения относятся к основному виду деятельности монополии, то есть добычи нефти, её переработке и сбыту.

Помимо таких крупных вложений и сделок, «Роснефть» щедра по отношению к членам совета директоров, которым по итогам года выплачивает вознаграждения на сумму более 500 тыс. долл. каждому.

Несмотря на такие высокие затраты, ключевые показатели нефтекомпании значительно выше прогнозируемых. Согласно отчёту «Роснефти» чистая прибыль за второй квартал 2018 год выросла в 3,3 раза по сравнению с 2017 годом и составила почти 461 миллиард рублей, хотя прошлогодняя сумма составила около 139 млрд.

За год выручка увеличилась на 43% до почти 7 млрд. рублей. Таким положительным результатам не помешало даже влияние факторов извне, среди которых: укрепление рубля, давление инфляции и других. Причинами увеличения прибыли можно считать рост объёмов реализации нефти и её стоимости.

Помимо этого, «Роснефть» добилась налоговых льгот на 350 млрд. руб. для одного из своих месторождений. Минфин согласился предоставить «Роснефти» льготы по НДС на Самотлорском месторождении на 35 млрд руб. ежегодно в течение десяти лет в обмен на обязательства по добыче. Ни одна другая нефтяная компания подобных льгот никогда не получала. Эти льготы вступили в действие 1 января 2018 года после внесения соответствующих изменений в Налоговый кодекс.

«Роснефть», в свою очередь, «примет на себя расширенные инвестиционные обязательства в части долгосрочного увеличения объёмов добычи, создания

новых рабочих мест, роста доходной базы государства, развития региональной инфраструктуры», – отмечается в сообщении, однако детали в нем не приводятся.

Несмотря на крупные затраты, «Роснефть» имеет все шансы на повышение финансовых и производственных показателей за счёт выгодных сделок. Тем более кроме покупок компания также и продаёт свои активы, поэтому денежный поток не так велик. По данным экспертов уже к 2021 году выгодные сделки дадут своё – произойдёт рост добычи и увеличится доход на 10%. Компания постоянно инвестирует в выгодные проекты, приносящие поток денег.

Из позитивных сторон можно отметить тот факт, что в 2017 году «Роснефть» была признана лидером по добыче нефти среди мировых компаний в этой сфере. На такой результат положительно повлияло развитие новых активов, а также рост добычи на других зрелых активах.

2.3 Характеристика ПАО «Газпром» и анализ финансового состояния предприятия

ПАО «Газпро́м» – российская энергетическая компания, более 50 % акций которой принадлежит государству. Является холдинговой компанией Группы «Газпром». Непосредственно ПАО «Газпром» осуществляет только продажу природного газа и сдаёт в аренду свою газотранспортную систему. Основные направления деятельности – геологоразведка, добыча, транспортировка, хранение, переработка и реализация газа, газового конденсата и нефти, реализация газа в качестве моторного топлива, а также производство и сбыт тепло- и электроэнергии [23].

Доля «Газпрома» в мировых запасах газа составляет 17 %, в российских – 72%. На «Газпром» приходится 12 % мировой и 68 % российской добычи газа. Занимает семнадцатое место в списке крупнейших энергетических компаний по версии S&P Global Platts (2018).

Компании принадлежит крупнейшая в мире газотранспортная система, протяжённость которой составляет 172,1 тыс. км.

«Газпром» — крупнейший в России производитель и экспортёр сжиженного природного газа (СПГ). На внутреннем рынке «Газпром» реализует свыше половины продаваемого газа. Кроме того, компания поставляет газ в более чем 30 стран ближнего и дальнего зарубежья.

До конца 2013 года «Газпром» обладал монопольным правом на экспорт любого газа из России. После декабря 2013 года за ним осталась монополия на экспорт трубопроводного газа.

Компания входит в четвёрку крупнейших российских производителей нефти. Суммарная установленная мощность электрогенерирующих активов «Газпрома» на территории России составляет около 16 % от общей установленной мощности российской энергосистемы.

«Газпром» занимает первое место в мире по производству тепловой энергии.

Основные направления бизнеса компании:

- геологическая разведка углеводородных и нефтяных месторождений;
- добыча, переработка, хранение и транспортировка газа и нефти;
- генерация и сбыт тепловой энергии и электроэнергии.

В настоящий момент в мире наблюдается рост потребления энергии, при этом наибольший прирост энергии (треть от общего объёма) приходится на природный газ. «Газпром» является одним из главных поставщиков газа для европейских стран.

На сегодняшний день экспортные поставки по контрактам в страны Европы составляют более 194 млрд м³.

Поставки газа сильно диверсифицированы по странам, при этом главными потребителями являются Германия, Италия и Турция.

В таблице 2.11 указан состав акционеров (держателей акций) ПАО «Газпром» по состоянию на 1 мая 2019 года.

Таблица 2.11 – Состав акционеров группы ПАО «Газпром»

Акционеры	Доля в уставном капитале, %
Росимущество	38,37
АО «Роснефтегаз»	10,97
АО «Росгазификация»	0,89
Держатели АДР	24,13
Прочие зарегистрированные лица	25,64
Итого	100

На рисунке 2.11 изображена операционная структура ПАО «Газпром».

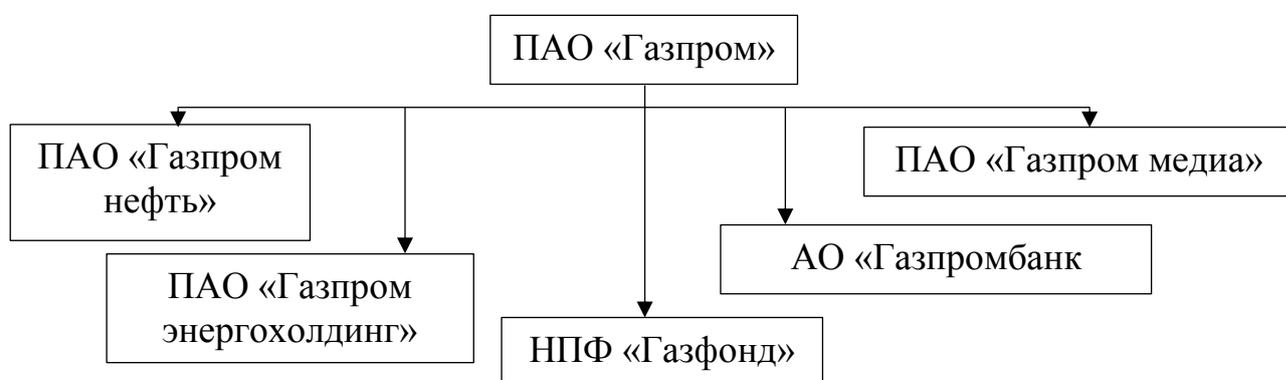


Рисунок 2.11 – Организационная схема финансового холдинга

Анализ динамики и структуры баланса

Динамика состава и структуры имущества предприятия ПАО «Газпром» представлена ниже.

Проанализируем состояние предприятие за последние три года, на протяжении трёх лет наблюдается значительный рост показателей. В первую очередь рассмотрим валюту баланса. В 2016 году валюта баланса увеличилась с 12 981 247 957 тыс. руб. до 13 852 945 759 тыс. руб. (т.е. на 6,72%), в основном это произошло за счет роста основных средств, долгосрочных и краткосрочных финансовых вложений, а также увеличения показателя переоценки внеоборотных активов и нераспределенной прибыли. В 2017 году ВБ баланса претерпела еще большее увеличение с 13 852 945 759 тыс. руб. до 14 385 169 353 тыс. руб. (на 3,84%), это было обусловлено повторным ростом долгосрочных

(на 255 188 659 тыс. руб.) и краткосрочных (на 225 533 482 тыс. руб.) финансовых вложений со стороны активов, со стороны пассивов выросли краткосрочные заёмные средства (на 266 838 573 тыс. руб.) и кредиторская задолженность (на 208 903 069 тыс. руб.), основные средства остались практически на прежнем уровне.

В 2018 году динамика роста продолжилась, ВБ выросла с 14 385 169 353 тыс. руб. до 15 736 141 582 тыс. руб. (9,39%), за данный период компания нарастила количество долгосрочных финансовых вложений на 774 694 731 тыс. руб. (26,87%), увеличила краткосрочные финансовые вложения на 291 719 796 (58,24%) и увеличила количество дебиторской задолженности на 375 700 162 тыс. руб.

В 2016 году выручка уменьшилась на 9,22% с 4 334 293 477 тыс. руб. до 3 934 488 441 тыс. руб.

С 2017 года наблюдается рост выручки на 378 543 175 тыс. руб. с 3 934 488 441 тыс. руб. до 4 313 031 616 тыс. руб. (9,62%). В 2018 зафиксировано большое увеличение на 866 517 669 тыс. руб. с 4 313 031 616 тыс. руб. до 5 179 549 285 тыс. руб. (20,09%).

Чистая прибыль за три года сначала незначительно увеличилась в 2016 году на 7 901 791 тыс. руб. (1,96%) и составила 411 424 597 тыс. руб., в 2017 году сильно упала до уровня 100 297 977 тыс. руб. (падение на 75,62% было вызвано ростом коммерческих расходов на 1 294 388 315 тыс. руб. и прочих расходов на 1 238 638 969 тыс. руб.), а в 2018 году возросла до 933 136 526 тыс. руб. (скачок составил 830,36% в связи с ростом прочих доходов).

Для наглядности изобразим динамику баланса на рисунке 2.12.

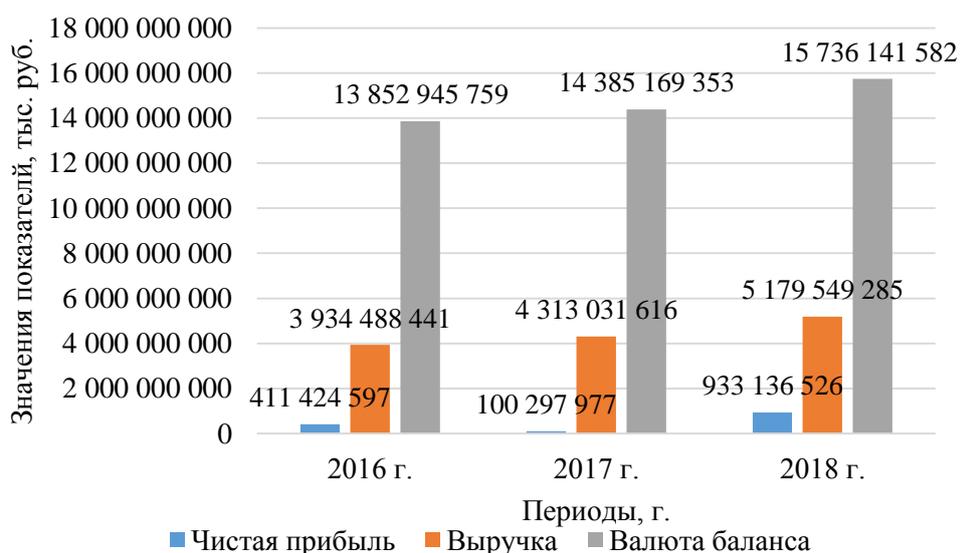


Рисунок 2.12 – Динамика показателей в период с 2016-2018 гг.

Увеличение показателя валюты баланса при одновременном росте выручки говорит о расширении производственных возможностей и свидетельствует о росте деловой активности компании.

Далее рассмотрим структуру активов.

Структура активов организации по состоянию на 31.12.2018 характеризуется следующим соотношением: 75,66% внеоборотных активов и 24,34% оборотных активов.

На протяжении трёх периодов наблюдается динамика увеличения оборотных активов, темпы прироста равны 8,18% в 2017 году, 16,09% в 2018 году соответственно.

Рост внеоборотных активов происходил с каждым годом и составил 16,27% в 2016 году, 2,62% в 2017 году и 7,40% в 2018 году соответственно. Соотношение внеоборотных и оборотных активов представлено на рисунке 2.13.



Рисунок 2.13 – Соотношение ВОА и ОА за 2016-2018 гг.

Из графика видно, что большую часть активов занимают внеоборотные активы, это говорит о невысокой степени мобильности имущества, что обусловлено спецификой деятельности предприятия. На протяжении трёх лет степень мобильности активов остаётся примерно на одном и том же уровне.

Структура активов организации в разрезе основных групп представлена ниже на рисунке 2.14.

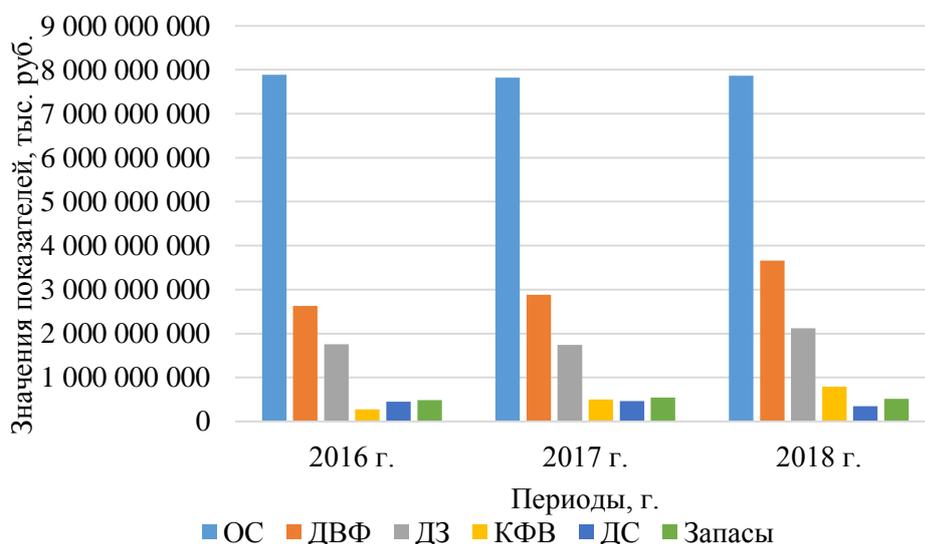


Рисунок 2.14 – Структура активов ПАО «Газпром» за 2016-2018 гг.

Наибольший удельный вес занимают основные средства, на 2018 год они составляют 49%, далее следуют долгосрочные финансовые вложения –

23,24%, дебиторская задолженность – 13,48%, краткосрочные финансовые вложения – 5,04%, запасы – 3,28%, денежные средства имеют наименьший вес и занимают всего – 2,22%.

Рассмотрим структуру внеоборотных активов. Основные статьи в этом разделе основные средства – 66,06% и долгосрочные финансовые вложения – 30,72%, в сумме они составляют почти 97% внеоборотных активов. Основные средства на протяжении отчётного периода практически не изменяются, а вот показатель долгосрочных финансовых вложений вырос с 2 627 861 799 тыс. руб. до 3 657 745 189 тыс. руб. (на 39%) в течение трёх лет. Большой объём основных средств характерен для холдинговых компаний, рост долгосрочных финансовых вложений означает осуществление инвестиционных процессов и реальном вложении средств в производственный процесс. Структура внеоборотных активов представлена на рисунке 2.15.

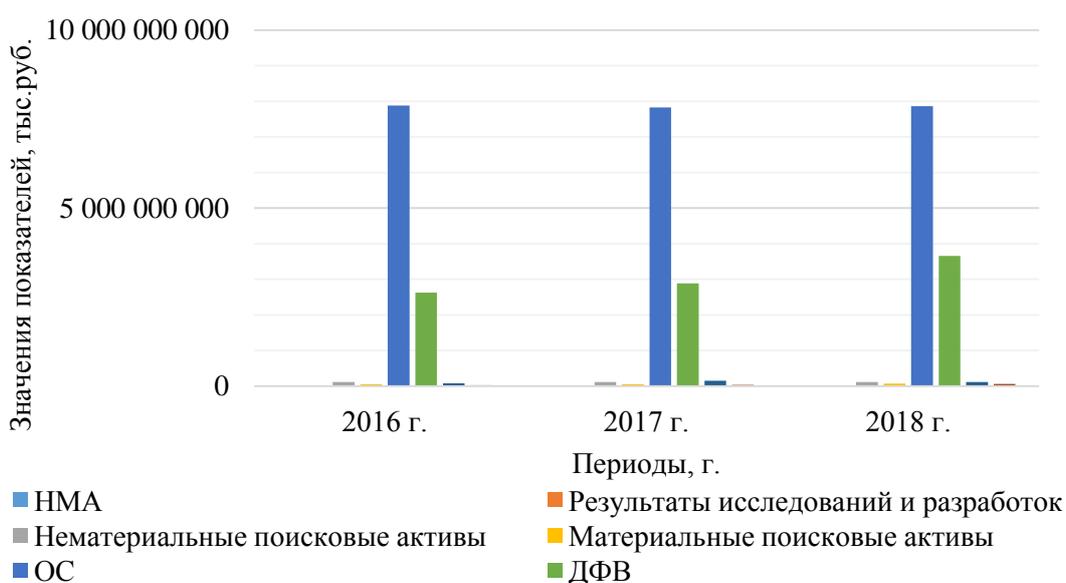


Рисунок 2.15 – Структура ВОА за 2016-2018 гг.

Рассмотрим подробнее структуру оборотных активов. Оборотные активы состоят в основном из дебиторской задолженности, краткосрочных финансовых вложений, запасов и денежных средств, за три периода наблюдается большой рост дебиторской задолженности, практически на 20,43% за отчётный период, что наряду с ростом выручки свидетельствует об увеличении масштабов

деятельности без каких-либо изменений в управлении дебиторской задолженностью. Краткосрочные финансовые вложения и денежные средства в среднем оставались на том же уровне в течение отчётного периода. Структуру оборотных активов изобразим на рисунке 2.16.

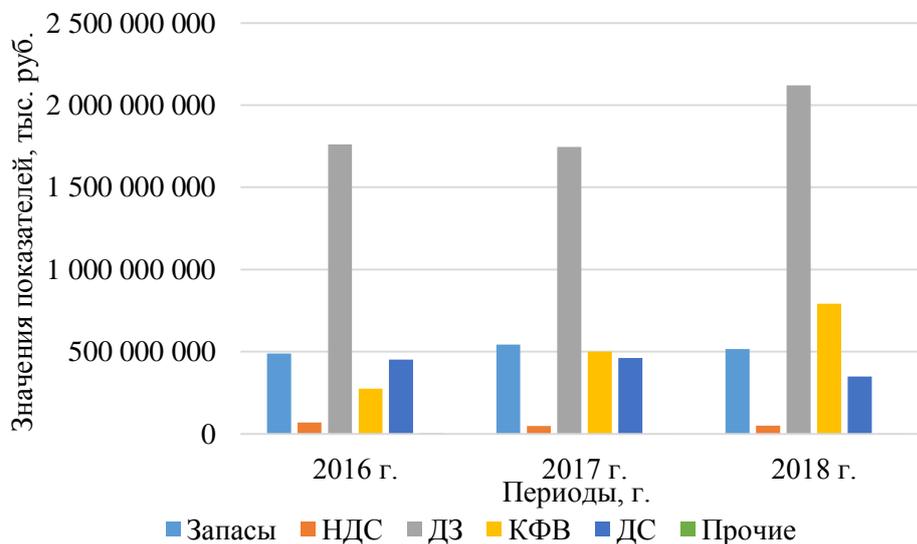


Рисунок 2.16 – Структура ОА за анализируемый период

Далее рассмотрим структуру пассива предприятия ПАО «Газпром».

При анализе структуры капитала, можно заметить, что он более чем на 70% состоит в основном из собственных средств, заёмный капитал в каждом году занимает гораздо меньшую долю. Так в 2018 году удельный вес долгосрочных обязательств равен 17,24%, краткосрочных обязательств 12,43%, а собственного капитала – 70,33%. Такая высокая доля собственного капитала обоснована ежегодной переоценкой внеоборотных активов (в 2018 году она составила 5 863 916 166 тыс. руб.), имущество холдинга с каждым годом становится дороже. Кроме этого, доля собственных средств обеспечивается за счёт роста нераспределенной прибыли (5 076 327 438 тыс. руб. по окончании отчётного периода), компания не выплачивает дивиденды и продолжает наращивать данный показатель из года в год. Для наглядности изобразим график 2.17.



Рисунок 2.17 – Структура пассива баланса за 2016-2018 гг.

Результаты экспресс анализа отчетности ПАО «Газпром» говорят о том, что организация работает с большим объемом собственных средств, 90% которых занимают переоценка имущества и нераспределённая прибыль. Заёмный капитал компании 2,37 раз меньше собственного. Раздел «Капитал и резервы» на протяжении трёх периодов занимает более 70% валюты баланса. Раздел «Долгосрочные обязательства» на протяжении трёх периодов в среднем занимает не более 15% валюты баланса. Раздел «Краткосрочные обязательства» в среднем за три периода занимает примерно 12% валюты баланса и состоит в основном из кредиторской задолженности (в 2018 году 755 889 069 тыс. руб.) и краткосрочных заёмных средств (662 360 662 тыс. руб. по окончании периода).

Проверим соблюдение золотого правила финансов с помощью сопоставления структуры актива и пассива. Согласно этому правилу: долгосрочные активы (внеоборотные активы) должны финансироваться долгосрочными пассивами (собственный капитал и долгосрочные обязательства), а краткосрочные пассивы (краткосрочные обязательства) должны финансировать краткосрочные активы (оборотные активы). Отообразим это соотношение в таблице 2.12.

Таблица 2.12 – Группировка долгосрочных и краткосрочных пассивов и активов
В тысячах рублей

Долгосрочные Активы	Долгосрочные Пассивы
11 905 218 495	13 780 601 073
Краткосрочные Активы	Краткосрочные Пассивы
3 830 923 087	1 955 540 509

В данном случае ситуация похожа на «НК Роснефть», есть некоторые сдвиги в пользу финансирования долгосрочными пассивами оборотных активов, что не является критичным, если брать в учёт специфику предприятия и акцент на долгосрочном капитале и объёмный инвестиционный процесс.

Далее проверим соответствие золотому правилу экономики, согласно формуле (1):

$$TP \text{ прибыли} > TP \text{ выручки} > TP \text{ валюты баланса} > 100\%. \quad (1)$$

По состоянию на 2018 год данная формула (2) будет выглядеть следующим образом:

$$226,81\% > 131,64\% > 113,59\% > 100\%. \quad (2)$$

Три из трёх неравенств соблюдаются. Темп роста валюты баланса и выручки свидетельствует о расширении деятельности и эффективном использовании имущества соответственно. Темп роста прибыли, сильно опережающий темп роста выручки, говорит о достаточно высокой степени эффективности управления финансовыми ресурсами.

Анализируя таблицы из приложения В «Отчет о прибылях и убытках», можно заметить, что выручка растет с каждым годом, так в 2016 году она составила 3 934 488 441 тыс. руб., в 2017 – 4 313 031 616 тыс. руб., а к концу 2018 поднялась до 5 179 549 285 тыс. руб., т.е. показатель увеличился с 2016 года на 31,64%.

Себестоимость продаж растет медленнее выручки, в 2016 году она меньше выручки на 1 248 120 383 тыс. руб., на конец 2018 года выручка превышает

себестоимость на 1 354 977 828 тыс. руб., это обуславливается увеличением объёма производства.

На начало и конец периода значение показателя валовая прибыль было положительным – 1 704 225 759 тыс. руб. и 2 561 142 595 тыс. руб. в 2016 и 2018 годах соответственно. В результате отмечалось увеличение показателя валовой прибыли на 856 916 836 тыс. руб. (50,28%), что свидетельствует о том, что предприятие с легкостью преодолело порог рентабельности в эти года.

Величина чистой прибыли в целом за весь отчётный период увеличилась, но в 2017 году имело место быть понижение уровня показателя. В 2016 году она составляла 411 424 597 тыс. руб., в 2017 снизилась до 100 297 977 тыс. руб., в 2018 году снова выросла, прирост прибыли составил 832 838 549 тыс. руб., всего показатель по сравнению с прошлым годом вырос на 830,36% и составил 933 136 526 тыс. руб. Увеличение роста чистой прибыли в 2018 году вызвано ростом прибыли до налогообложения на 503,89%.

Для наглядности изобразим динамику показателей на рисунке 2.18.

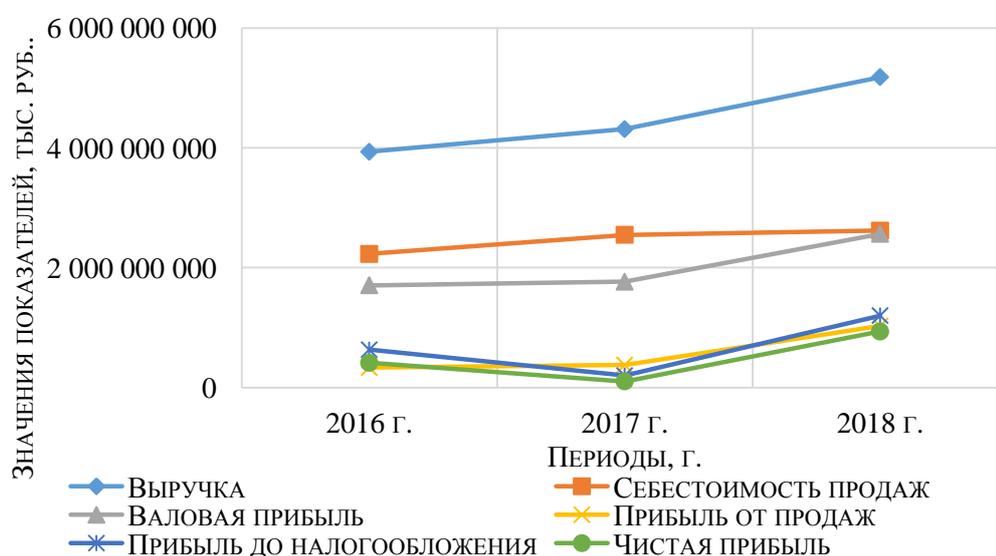


Рисунок 2.18– Динамика выручки, себестоимости и прибылей за 2016-2018 гг.

Анализ ликвидности баланса

Группировка статей баланса объекта исследования по степени ликвидности представлена в таблице 2.13.

Таблица 2.13 – Группировка статей баланса по степени ликвидности

В тысячах рублей

Актив	Период		
	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
A1	727 328 177	962 539 296	1 142 329 178
A2	1 763 991 362	1 746 992 709	2 122 646 883
A3	559 045 551	590 501 797	565 947 026
A4	10 802 580 669	11 085 135 551	11 905 218 495
Пассив	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
П1	755 889 069	964 792 138	1 078 815 391
П2	662 360 662	929 199 235	831 626 466
П3	1 930 267 050	2 034 534 267	2 713 353 904
П4	10 414 000 247	10 324 208 370	11 067 247 169

Далее после составления группировки затрат необходимо провести анализ ликвидности баланса объекта исследования. Такой анализ приведен в таблице 2.14.

Таблица 2.14 – Анализ ликвидности баланса

Норматив	Период		
	На конец 2016 года	На конец 2017 года	На конец 2018 года
$A1 \geq П1$	<	<	>
$A2 \geq П2$	>	>	>
$A3 \geq П3$	<	<	<
$A4 \leq П4$	\geq	\geq	\geq

Так как обязательным условием абсолютной ликвидности баланса является выполнение первых трех неравенств (последнее неравенство носит балансирующий характер), то ликвидность баланса на протяжении всего наблюдаемого периода нельзя назвать абсолютной, так как выполняется лишь второй неравенство. На практике менее ликвидные активы не могут заменить более ликвидные средства. Анализируя данные, представленные в таблице, следует отметить, что на протяжении трех лет баланс ПАО «Газпром»

не является абсолютно ликвидным, т.к. выполняется только несколько из трёх соотношений, при которых баланс считается абсолютно ликвидным.

Невыполнение первого неравенства говорит об отсутствии у компании достаточного количества денежных средств для покрытия наиболее срочных обязательств, лишь в 2018 году компания достигла выполнения первого неравенства.

Выполнение второго неравенства говорит о наличии быстро реализуемых активов и, как правило, свидетельствует о способности рассчитываться по краткосрочным обязательствам. Компания с легкостью может покрыть краткосрочные обязательства за счёт быстро реализуемых активов.

Невыполнение третьего неравенства говорит о том, что организация неспособна рассчитываться со своими кредиторами по долгосрочным обязательствам в моменте.

Невыполнение четвертого неравенства говорит о том, что у компании достаточно собственных оборотных средств для покрытия потребности в оборотных активах, но при этом значения практически одинаковы, так что неравенство можно принять за условно-равное.

Следовательно, можно сделать вывод, что компания не является абсолютно ликвидной. Но для более точной оценки при анализе баланса следует рассчитать коэффициенты ликвидности. Все показатели оценки ликвидности приведены в таблице 2.15.

Таблица 2.15 – Показатели оценки ликвидности

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Чистый оборотный капитал, тыс. руб.	1 541 686 628	1 273 607 086	1 875 382 578
Абсолютная (Кал), %	0,482	0,475	0,584
Быстрая (Кбл), %	1,649	1,336	1,669
Текущая (Ктл), %	2,022	1,628	1,959

Итак, возрастание ЧОК говорит о значительном повышении уровня ликвидности предприятия. Коэффициент абсолютной ликвидности, рассчитанный для ПАО «Газпром» за исследуемый период, остаётся примерно на одном и том же уровне в течение 2016-2017 гг., а в 2018 вырос на 10%. Предприятие в состоянии своими наиболее ликвидными активами покрыть задолженность в краткие сроки. Значение коэффициента находится в пределах норм (0,1-0,5).

Коэффициент быстрой ликвидности на предприятии за анализируемый период опережает нормативные значения в 2016-2018 годах. Такое значение показателя связано с тем, что у ПАО «Газпром» на протяжении всего исследуемого периода происходит наращивание дебиторской задолженности. К концу 2018 года предприятие способно оплатить 166,9% своей задолженности из обор. активов.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, какую часть текущих обязательств по кредитам и расчетам можно погасить, мобилизовав все оборотные средства в течение определенного периода. Анализ 2016-2018 годов показывает, что коэффициент находится в пределах нормы (1,5-2), то есть имеющиеся активы могут в полной мере удовлетворить текущие обязательства в течение года. Спад значения коэффициента в 2017 году связан с опережающим ростом краткосрочных обязательств в сравнении с оборотными активами, в 2018 эта ситуация нормализовалась и коэффициент снова достиг предела нормативного значения.

Делая вывод по показателям ликвидности, можно сказать, что предприятие на протяжении всего периода имеет достаточный уровень ликвидности баланса для покрытия своих обязательств.

Анализ финансовой устойчивости

Изучая излишек или недостаток средств для формирования запасов, устанавливаются абсолютные показатели финансовой устойчивости – таблица 2.16.

Таблица 2.16 – Показатели для анализа финансовой устойчивости

В тысячах рублей

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Запасы+НДСпр	559 045 551	590 501 797	565 947 026
СОС	-388 580 422	-760 927 181	-837 971 326
ЧОК	1 541 686 628	1 273 607 086	1 875 382 578
ОИФЗ	2 204 047 290	2 202 806 321	2 707 009 044

Нормальный тип финансовой устойчивости говорит о том, что у организации имеется в наличии такое количество собственного и долгосрочного капитала в источниках финансирования деятельности, что она практически не несет никаких рисков неплатежеспособности. Данная ситуация означает, что предприятие может вовремя расплатиться со своими кредиторами по всем обязательствам. Данный тип финансовой устойчивости считается оптимальным для предприятия, так как абсолютный тип финансовой устойчивости показывает недостаточную эффективность управления финансами организации.

Кроме абсолютных показателей устойчивости есть смысл рассчитать также относительные показатели финансовой устойчивости. Показатели финансовой устойчивости, рассчитанные для ПАО «НК Роснефть», приведены в таблице 2.17.

Таблица 2.17 – Показатели финансовой устойчивости

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Концентрация СК	0,75	0,72	0,7
Мультипликатор СК	1,33	1,39	1,42
Концентрация ЗК	0,25	0,28	0,3
Концентрация ПМ	0,89	0,86	0,88
Соотношение ЗК и СК	0,33	0,39	0,42
Соотношение СК и ЗК	3,03	2,54	2,37
СОС, тыс. руб.	-388 580 422	-760 927 181	-837 971 326
ЧОК, тыс. руб.	1 541 686 628	1 273 607 086	1 875 382 578
Обеспеченность ОА за счет ЧОК	0,51	0,39	0,49
Обеспеченность запасов за счёт ЧОК	3,15	2,35	3,64
Маневренность ПК	0,15	0,12	0,17

1) Концентрация собственного капитала опережает нормативное значение (0,5), доля собственного капитала в валюте баланса у предприятия высока (70%), что положительно сказывается на финансовой устойчивости. За отчетный период показатель незначительно снизился на 0,05 пунктов.

2) Мультипликатор собственного капитала показывает, что общий капитал предприятия не сильно (в среднем немногим больше, чем в 1.35 раз за один отчетный период) превосходит собственный капитал во всех отчетных периодах. На протяжении всего периода показатель претерпевал незначительный рост.

3) Концентрация заемного капитала ниже нормативного значения (0,5). Заемный капитал имеет меньшую долю (в среднем 0,28 за один отчетный период) в валюте баланса, чем собственный капитал, что делает предприятие финансово-независимым от кредиторов. Динамика показателя за три отчетных периода остается почти на прежнем уровне.

4) Концентрация перманентного капитала показывает степень покрытия инвестиций и долгосрочную финансовую устойчивость организации. Показатель находится выше норматива (0,75), динамика никак не меняется.

5) Соотношение заемного капитала и собственного капитала ниже нормы. Заемный капитал в каждом отчетном периоде занимает в среднем менее 40% пассива баланса, что обозначает наличие дисбаланс в пассивах организации.

6) Соотношение собственного капитала и заемного капитала выше нормы. Доля собственного капитала у предприятия находится на высоком уровне и в среднем за год выше заёмного капитала в 2,65 раз.

7) Собственные оборотные средства отрицательны, т.е. собственного капитала предприятия недостаточно на финансирование оборотных активов. Текущая деятельность предприятия финансируется за счет заёмных средств. Динамика показателя оценивается отрицательно, так как СОС уменьшается на протяжении всех трех отчетных периодов.

8) Чистый оборотный капитал положителен. Положительная величина чистого оборотного капитала означает наличие финансовых источников, потенциально

готовых к финансированию вложений в оборотные активы. По итогу отчётного периода наблюдается увеличение показателя, то есть организации требуется все больше перманентного капитала для финансирования своих оборотных активов, что является негативным фактором, так как в каждый определенный момент времени величина ЧОК должна быть равна нулю (что означает полную загрузку капитала в оборотные активы).

9) Обеспеченность оборотных активов за счет чистого оборотного капитала. Положительное значение коэффициента ЧОК демонстрирует, сколько процентов оборотных активов сформированы за счет перманентного капитала. В 2018 году 49% оборотных активов профинансировано перманентным капиталом.

10) Обеспеченность запасов за счет собственных источников формирования отражает долю запасов и затрат, покрытых чистым оборотным капиталом. Предприятие способно формировать запасы и другие затраты за счет чистого оборотного капитала.

11) Маневренность перманентного капитала. Мобильность оборотных активов может осуществляться за счет чистого оборотного капитала.

Данные коэффициентного анализа финансовой устойчивости подтверждают результат безкоэффициентного анализа - нормальный тип финансовой устойчивости предприятия. В целом показатели находятся либо в норме, либо в характерном значении для холдинга, который ведёт постоянную инвестиционную деятельность. Динамика показателей за исследуемый период стабильна, сильных сдвигов не наблюдается.

Итак, предприятие частично зависит от внешних источников. Это подтверждается значениями коэффициентов финансовой независимости и самофинансирования, обеспеченности чистым оборотным капиталом.

Показатели деловой активности

Показатели деловой активности предприятия дают понять, как активно предприятие использует свои возможности, как эффективно использует

свое имущество. Деловая активность предприятия в финансовом аспекте проявляется, прежде всего в скорости оборота его средств. Анализ деловой активности заключается в исследовании уровней и динамики разнообразных коэффициентов оборачиваемости. Показатели деловой активности предприятия представлены в таблице 2.18.

Таблица 2.18 – Показатели оборачиваемости активов

Показатель	Период								
	2016 г.			2017 г.			2018 г.		
	Коб	Тоб	Кзак	Коб	Тоб	Кзак	Коб	Тоб	Кзак
Оборачиваемость активов	0,29	1227,64	3,41	0,31	1178,49	3,27	0,34	1046,78	2,91
Оборачиваемость капитала	0,29	1227,64	3,41	0,31	1178,49	3,27	0,34	1046,78	2,91
Оборачиваемость ВОА	0,39	919,28	2,55	0,39	913,46	2,54	0,45	798,96	2,22
Оборачиваемость ОА	1,17	308,36	0,86	1,36	265,03	0,74	1,45	247,82	0,69
Оборачиваемость СК	0,4	902,92	2,51	0,4 2	865,49	2,4	0,48	743,4	2,06
Капиталоотача инвест. капитала	0,33	1086,71	3,02	0,35	1030,96	2,86	0,4	908,4	2,52
Оборачиваемость КЗ	3,12	115,26	0,32	2,96	121,61	0,34	2,56	140,49	0,39
Оборачиваемость ДЗ	1,84	195,64	0,54	2,46	146,31	0,41	2,68	134,34	0,37
Оборачиваемость Запасов	4,34	83,03	0,23	4,94	72,89	0,2	4,95	72,72	0,2
Оборачиваемость ДС	8,21	43,87	0,12	9,44	38,13	0,11	12,77	28,2	0,08

1) Активы предприятия

Коэффициент оборачиваемости активов характеризует эффективность использования активов с точки зрения объёма продаж. Наблюдается положительная динамика. В 2016 году с одного рубля активов предприятие имеет 29 копеек выручки, в 2017 – 31 копейку, а в 2018 году – 34 копейки.

Период оборачиваемости активов в целом за 2016 год составил 1227 дней. За данный период всё имущество предприятия возмещается в виде выручки. В 2017 году период оборачиваемости упал и составил 1178 дней, а в 2018 году

снизился до 1046 дней. Коэффициент закрепления в 2016 году составил 3,41. 341% выручки связано в балансе в виде активов предприятия. К 2018 году коэффициент снизился до 2,91.

2) Капитал

Показывает, сколько рублей выручки приносит каждый рубль привлеченных финансовых ресурсов. Значения показателей капитала будут равны показателям активов. Так как пассив сам по себе не генерирует выручку, но используется для финансирования активов, которые генерируют выручку, повысить коэффициент оборачиваемости капитала можно только за счет роста оборачиваемости активов.

3) Внеоборотные активы

Фондоотдача показывает, сколько продукции получает организация с каждого рубля, вложенного в основные средства. В 2016 году каждый рубль внеоборотных активов принес 39 копеек выручки. Далее наблюдается рост до 45 копеек в 2018 году из-за роста выручки.

Коэффициент фондоёмкости показывает, сколько копеек нужно вложить в основные средства, чтобы получить 1 рубль выручки. В 2016 году коэффициент фондоёмкости составил 2,55 рубля и уменьшился в 2018 году до 2,22 рубля.

4) Оборотные активы

Коэффициент оборачиваемости оборотных активов (ОА) показывает, сколько оборотов совершили оборотные средства за анализируемый период. В 2016 году данный коэффициент составляет 1,17, а в 2018 году – 1,45, это говорит об ускорении оборачиваемости оборотных активов – положительная тенденция, Период оборота оборотных активов уменьшился в 2018 году по сравнению с 2016 годом на 60 дней.

Коэффициент закрепления в 2016 году составил 2,51. 251% выручки закреплён в балансе в виде оборотных активов в 2016 году. В 2018 уже 206% выручки.

5) Собственный капитал

Коэффициент оборачиваемости в 2016 году равен 0,40. Каждый рубль, инвестированный в предприятие собственниками приносит 40 копеек. В дальнейшем наблюдается небольшой подъём, в 2018 году он составил 48 копеек. Капиталоотдача СК находится на низком уровне. Период оборачиваемости собственного капитала в 2018 году составил 743 дня, то есть за этот срок СК возмещается в виде выручки.

6) Кредиторская задолженность

Один рубль кредиторской задолженности в 2016 году генерирует 3,12 рублей себестоимости. Период оборота в 2016 составил почти 115 дней, что показывает большую отсрочку платежа, предоставляемую поставщиками. К 2018 году данная статья стала генерировать 2,56 рублей себестоимости. 35% себестоимости закреплена в балансе в виде кредиторской задолженности в среднем в каждом году.

7) Дебиторская задолженность

По коэффициенту оборачиваемости дебиторской задолженности определяют, сколько раз в среднем дебиторская задолженность превращалась в денежные средства в течение отчетного периода. Оборачиваемость ДЗ в 2016 году равна 1,84 оборотам, а в 2018 г. – 2,68, то есть оборачиваемость дебиторской за отчетный период выросла на 0,84 пунктов. Период оборота ДЗ составил в среднем 159 дней в год и снизился к концу 2018 года до 134 дней. Коэффициент закрепления в среднем составил 0,44, т.е. 44% выручки связано в балансе в виде дебиторской задолженности каждый год, что является приемлемым показателем для данного вида деятельности организации.

8) Запасы

Коэффициент оборачиваемости запасов отражает скорость реализации этих запасов. В 2016 году этот показатель равен 4,34, в 2018 году вырос до 4,95 оборота. Срок хранения запасов уменьшился на 11 дней

(2016 год – 13 дней, 2018 год – 72 дня). Коэффициент вырос вследствие сокращения материалоемкости продукции на производстве.

На рисунке 2.19 показано сравнение периода оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженностей.

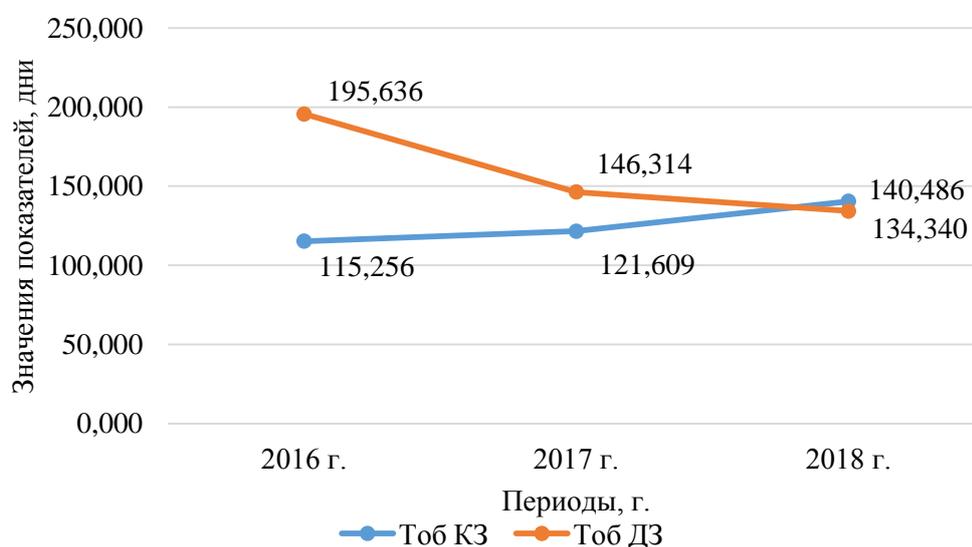


Рисунок 2.19 – Периоды оборачиваемости КЗ и ДЗ

Исходя из графика следует отметить, что в 2016 и 2017 годах период оборачиваемости кредиторской задолженности меньше, чем период оборачиваемости дебиторской задолженности и лишь в 2018 году ситуация становится обратной – период оборота кредиторской задолженности на 6 дней больше. Это означает, что до конца 2018 года контрагенты расплачивались с предприятием дольше, чем предприятие с ними.

В таблице 2.19 представлена продолжительность хозяйственных циклов предприятия.

Таблица 2.19 – Хозяйственные циклы ПАО «Газпром»

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Производственный цикл	83,03	72,89	72,72
Операционный цикл	278,66	219,2	207,06
Финансовый цикл	163,41	97,6	66,57

Производственный цикл по итогу отчетных периодов уменьшился и составил 72 дня, что связано с уменьшением периода оборачиваемости запасов.

Поскольку величина операционного цикла значительно превосходит величину производственного, то можно сделать вывод о предоставлении отсрочки платежа.

В целом, значения циклов вполне характерны для данной отрасли.

Финансовый цикл на протяжении отчетного периода снижается и в 2018 году принимает значение в 66,5 дней, что является положительным фактором, так как предприятию предпочтительно сокращать продолжительность финансового цикла. Положительное значение финансового цикла говорит о времени пользования другими предприятиями нашими деньгами.

Показатели оценки рентабельности

В широком смысле слова понятие рентабельности означает прибыльность, доходность. Показатели рентабельности, рассчитанные для ПАО «НК Роснефть», приведены в таблице 2.20.

Таблица 2.20 – Показатели рентабельности ПАО «Газпром» за 2016-2018 года
В процентах

Показатель	Период		
	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Рентабельность продаж	10,46	2,33	18,02
Рентабельность продукции	18,45	3,94	35,64
Рентабельность активов	3,07	0,71	6,2
Рентабельность капитала	3,07	0,71	6,2
Рентабельность собственного капитала	4,17	0,97	8,72

Рентабельность всех показателей имеет положительное значение (с падением всех показателей в 2017 году), так как предприятие имеет прибыль от своей деятельности на протяжении исследуемого периода. Стоит отметить, что в 2018 году наблюдается резкий скачок всех показателей по сравнению с предыдущими годами. Это связано с ростом чистой прибыли на 830%.

На рисунке 2.20 отображена динамика показателей рентабельности продукции и продаж ПАО «Газпром» за анализируемый период времени.

При анализе рентабельности стоит учитывать, что все показатели упали в 2017 году, но в 2018 году снова вернулись на свой уровень и даже выросли по сравнению с 2016 годом, это в первую очередь связано с падением прочих доходов в 2016 году.

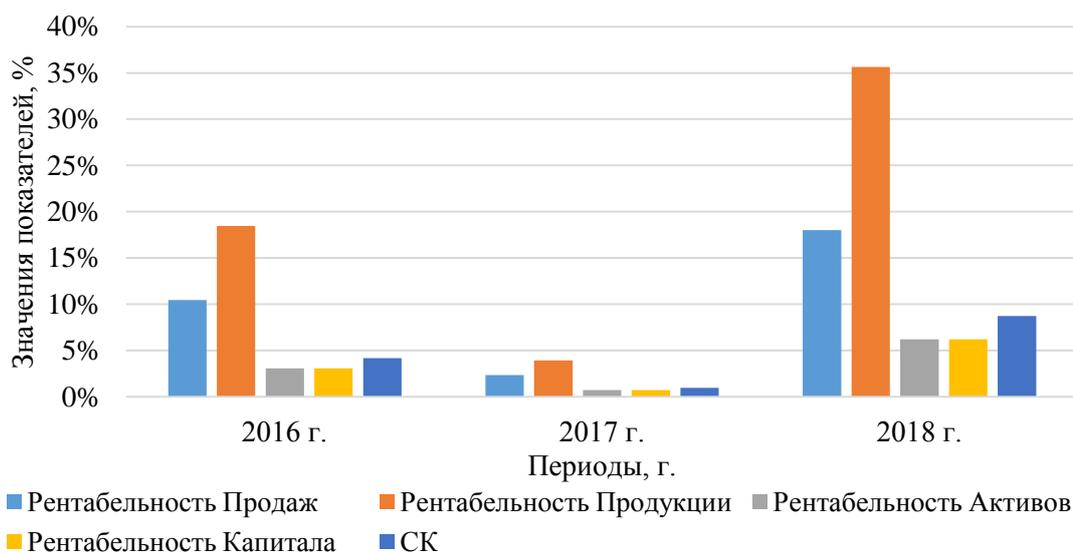


Рисунок 2.20 – Динамика показателей рентабельности за 2016-2018 гг.

Анализ показателей рентабельности реализации продукции показывает, что показатель в целом за отчётный период показатель вырос и в 2018 году составил 35,64%, это происходит за счет повышения объёмов роста холдинга, повлёкшим за собой подъём уровня всех показателей. Также в 2018 году повысилась и рентабельность продаж с 10,46% в 2016 году до 18,02% в 2018, за счет увеличения себестоимости товаров, работ и услуг собственного производства и роста чистой прибыли.

Рентабельность активов характеризует эффективность использования всего наличного имущества предприятия, этот показатель вырос с 3,07% в 2016 году до 6,20% в 2018 году. В данном случае показатель также, как и в Роснефти, находится ниже нормы, так как согласно данным, опубликованным ФНС, в 2018 году средний уровень рентабельности активов в нефтегазовом секторе составил 11%.

Рентабельность собственного капитала в 2018 году увеличилась на 4,56% по сравнению с 2016 годом и составила 8,72%. Такой низкий уровень показателя связан с тем, что собственный капитал занимает большую долю пассивов организации.

Из анализа рентабельности следует, что деятельность предприятия на данном этапе эффективна, но следует обратить внимание на низкий уровень рентабельности активов по сравнению со среднеотраслевым значением за 2018 год, а также на уровень рентабельности собственного капитала.

Выводы по анализу финансово-хозяйственной деятельности

Обобщающая характеристика финансового состояния предприятия схожа с итоговыми выводами по «НК Роснефть»:

- нормальный тип финансовой устойчивости
- нормальные показатели деловой активности
- нормальный уровень ликвидности
- нормальный уровень рентабельности

Исходя из результатов проведенного анализа, мы можем сделать следующие заключения. Предприятие прибыльное.

Предприятие имеет нормальную финансовую устойчивость, что является хорошим показателем с точки зрения раскрытия потенциала организации, так как используются возможности увеличения масштабов деятельности, но при этом в холдинге наблюдается завышенная доля собственного капитала. Но даже при таком соотношении не все запасы полностью покрываются собственными оборотными средствами, т.е. предприятие всё равно зависит от внешних кредиторов. Однако такую ситуацию нужно рассматривать как положительную, поскольку она означает, что руководство предприятия использует внешние источники финансирования основной деятельности.

Значение показателей ликвидности находится на приемлемом уровне, ликвидность не избыточна, можно сделать вывод о потенциальном рациональном использовании денежных ресурсов: предприятие имеет значительную долю

денежных средств, включенных в производственно-хозяйственную деятельность, преимущественно осуществляет долгосрочные, а не краткосрочные финансовые вложения, ведь, как известно, доходность первых по общему правилу превышает доходность последних.

Таким образом, в настоящий момент предприятие способно выполнить свои текущие обязательства перед кредиторами. В будущем у холдинга вряд ли могут возникнуть серьёзные финансовые трудности, связанные со снижением рентабельности производства и потерей конкурентоспособности на рынке, особенно с учётом гигантского уровня государственной поддержки.

Выручка от реализации продукции увеличилась. Предприятие в отчетном периоде имело рост чистой прибыли (за исключением 2017 года), которая особенно сильно выросла в последнем году отчётного периода.

Исходя из полученных данных можно сделать вывод, что предприятие ПАО «Газпром» на сегодняшний день находится в хорошем финансовом положении. Однако, основной проблемой предприятия является высокая доля собственных средств в валюте баланса, а также экономическое и политическое состояние внешней среды, так как в первую очередь мировые санкции бьют как раз-таки по нефтегазовому сектору.

С точки зрения финансовой структуры у ПАО «Газпром» достаточно нетипичная модель для финансового холдинга, в пассивах организации большую долю занимает собственный капитал организации. Данный показатель в 2,4 раза превышает значение суммарных обязательств холдинга. В первую очередь это связано с тем, что вся газопроводная система находится на балансе, а холдинг, в свою очередь, каждый год проводит переоценку внеоборотных активов, что в среднем за год составило 5.3 трлн. руб. Помимо этого, крупную долю собственного капитала занимает нераспределенная прибыль. Правление компании традиционно выделяет минимум средств на выплату дивидендов. В итоге дивидендная доходность «Газпрома» в валюте намного ниже, чем даже у многих российских компаний, не говоря уже про ведущие западные компании. Однако

7 июня 2019 года «Газпром» сообщил о разработке новой дивидендной политики с привязкой дивидендов к размеру чистой прибыли по МСФО с целевым уровнем в 50%. До конца года обновленную дивидендную политику собираются вынести на совет директоров. Это, в свою очередь, связано также и с повышенным с 2015 года НДС для «Газпрома». Замминистра финансов Владимир Колычев заявил, что правительство в связи с рекордной выплатой дивидендов более не собирается применять практику последних лет по введению единовременных изъятий по НДС.

Газовый гигант по итогам 2018 года увеличил в два раза чистую прибыль по сравнению с 2017 годом, относящуюся к акционерам, до 1,456 трлн. рублей, однако его чистый долг вдвое превышает эту сумму. Об этом свидетельствуют данные доклада компании по международным стандартам финансовой отчетности.

Выручка от продаж согласно МСФО составила 8,224 трлн. рублей, увеличившись на 25,6% в годовом выражении. Рост этого показателя «Газпром» объяснил повышением объемов продаж газа, продуктов нефтегазопереработки, сырой нефти и газового конденсата. При этом прибыль от продаж выросла в 2,2 раза и составила 1,93 трлн. рублей. Финансовые доходы выросли на 17,9% – до 503,09 млрд. рублей.

Между тем, долговая нагрузка «Газпрома» также увеличилась. Если краткосрочные обязательства компании снизились на 4,5% и на конец декабря составили 2,47 трлн рублей, долгосрочные обязательства выросли на 25% – до 4,56 трлн рублей.

Как следует из отчетности МСФО, чистый долг «Газпрома» в 2018 году вырос на 26% и по состоянию на 31 декабря 2018 года составил 3,014 трлн. рублей.

Чистая сумма долга (определяемая как краткосрочные кредиты и займы и текущая часть долгосрочной задолженности по кредитам и займам, краткосрочные векселя к уплате, долгосрочные кредиты и займы, долгосрочные векселя к уплате за вычетом денежных средств и их эквивалентов) увеличилась

на 616,892 миллиарда рублей, или на 26%, с 2,398 триллиона рублей по состоянию на 31 декабря 2017 года до 3,014 триллиона рублей по состоянию на 31 декабря 2018 года. Данное изменение в основном связано с увеличением суммы долгосрочных кредитов и займов в рублевом эквиваленте в связи с увеличением курсов доллара США и евро по отношению к российскому рублю.

«Сальдо курсовых разниц, отраженное в составе «чистого финансового дохода (расхода)», сформировало убыток в размере 332 225 млн. рублей по сравнению с убытком в размере 10 728 млн рублей годом ранее. «В отчетном периоде увеличение курса доллара США и евро по отношению к российскому рублю составило 21% и 15% соответственно».

Есть три основные причины таких крупных долгов:

Первая – рост себестоимости. При Вяхиреве, в 90-е годы, себестоимость добычи газа составляла 3-4 доллара за 1000 кубов. В «Газпром» оценивал себестоимость добычи в 38 долл. в 2014 г. Сейчас, в 2018 г., порядка 24 долл.

Вторая – потеря рынков. Попытки использовать газ как оружие закончились тем, что покупатели перестали смотреть на него как на товар, а стало быть, и покупать без опаски. К примеру, Украина, которая в 1990-е годы забирала по 50 млрд. кубов российского газа, сейчас закупает ровно ноль. Весь газ, который нужен Украине, она закупает по реверсу, и он обходится ей дешевле.

Третий, самый главный компонент, из-за чего «Газпром», собственно, и объявил о плановой убыточности, – это строительство газопроводов «Силы Сибири», «Турецкого потока» и «Северного потока-2».

Компания привлекает все большие объемы заемных средств для реализации инфраструктурных проектов. Проекты «Северный поток - 2» (стоимость 9,5 млрд. долл.) и «Турецкий поток» (около 6 млрд. евро) нужны для диверсификации маршрутов экспортных поставок в Европу и сокращения транзита через Украину. Кроме того, в июле была определена дата начала экспорта газа в Китай, для которого строится газопровод «Сила Сибири»

(стоимость оценивалась приблизительно в \$55 млрд). После определения сроков начала поставок по контракту с китайской CNPC (декабрь 2019 г.) «Газпром» был вынужден ускорить строительство газопровода. Вместо изначально запланированных 1100 км трубы к 2017 г. предполагается достроить более 1300 км.

Часть финансирования для «Северного потока 2» предоставили европейские партнеры «Газпрома» по строительству трубопровода. В общей сложности Wintershall, Engie, Uniper, OMV и Shell уже выделили 1,425 млрд. долл. в виде долгосрочных кредитов на реализацию проекта.

Обеспечением займов стали 100% акций Nord Stream 2 AG, они переданы в залог до полного погашения обеспеченных обязательств, сообщается в отчетности.

Более трети программы капитальных вложений в 2018 г. «Газпром» профинансировал за счет программы внешних заимствований. В проекте бюджета, одобренном правлением компании, она составила 416,97 млрд руб. (около 7 млрд. долл.).

В 2019 г. инвестпрограмма «Газпрома» будет расти – 1,4 трлн руб.

Сейчас большая часть расходов корпорации приходится на запуск масштабных (затратных) проектов – строительство стратегических трубопроводов.

То есть большая часть прибыли корпорации просто «закапывается» в землю, но когда строительство будет завершено, то с бюджета компании снимется огромное бремя этих расходов, что должно повысить прибыль компании.

Выводы по разделу два

Газпром и Роснефть – два флагмана российской экономики. Обе эти компании работают в нефтегазовом секторе, важность которого для Российской Федерации трудно переоценить. Газпром и Роснефть являются лидерами по добыче в России газа и нефти, а кроме этого эти компании являются вертикально

интегрированными и занимаются не только добычей полезных ископаемых, но и их транспортировкой и переработкой. Также Газпром и Роснефть активно ведут геолого-разведочную деятельность.

Компания Газпром была основана в 1993 году и на сегодняшний день является самой крупной газовой компанией в мире. Запасы природного газа российского гиганта оцениваются в 36 трлн. куб. метров. Это составляет 17% мировых запасов и 72% общероссийских. Кроме этого, Газпром располагает запасами нефти емкостью 3.3 млрд. тонн.

Роснефть, как и Газпром была основана в 1993 году, сегодня это крупнейшая публичная компания в мире по объемам нефтедобычи. Запасы компании составляют более 4.1 млрд. тонн нефти. Также компания располагает запасами природного газа в размере около 2 трлн. куб. метров и является третьей компанией в России по объемам газодобычи.

Основные финансовые показатели

В 2018 году оборот обоих холдингов превысил 5 трлн. рублей. Оборот Газпрома составил 5 179 млрд. рублей, оборот Роснефти – 6 988 млрд. рублей. Необходимо отметить, что оба российских нефтегазовых гиганта с каждым годом наращивают обороты. Лучше это получается у Роснефти, по сравнению с 2014 годом, ее оборот вырос на 62,1%, тогда как Газпром увеличил выручку всего на 29,8%.

Роснефть, показывает очень хорошие результаты по валюте баланса, в 2017 году холдингу впервые удалось обогнать Газпром по этому показателю. Разница в денежном показателе составила 1 788 млрд. руб., в денежном эквиваленте и 34,5 в процентном. Ну а если взять суммарную выручку за 5 лет, то здесь Газпром также проигрывает, более чем внушительное – разница составляет 2 170 трлн. руб.

Что касается чистой прибыли компаний, то в 2018 году Роснефть отстала от Газпрома более чем в 2 раза. При этом, прибыль Роснефти увеличилась по сравнению с 2017 годом на 232%, у Газпрома на 830%.

Исходя из анализа, 2018 год вышел для Газпрома успешным в плане прибыли. По показателю общей прибыли за последних 5 лет «Роснефть» отстала более чем в 1,4 раза, что в денежном эквиваленте составляет почти 600 млрд. рублей. Изобразим динамику вышеупомянутых показателей на графике 2.21.

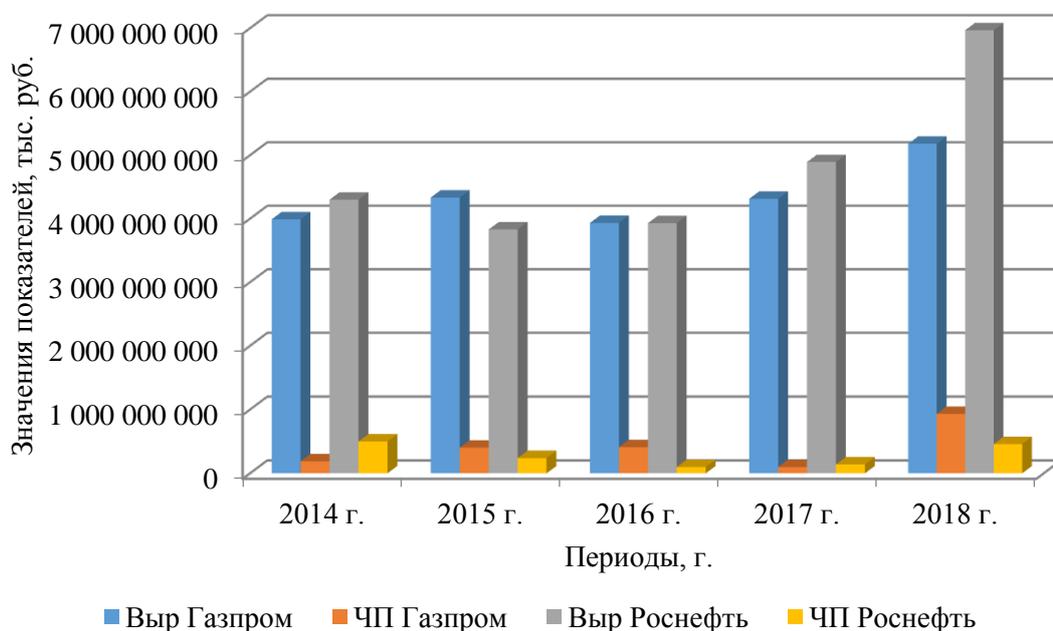


Рисунок 2.21 – Денежное содержание прибылей за 2014-2018 гг.

Активы и обязательства

Компании «Газпром» и «Роснефть» располагают самыми большими активами в Российской Федерации.

Здесь преимущество Газпрома значительное, активы составляют 15,736 трлн. рублей в 2018 году.

Активы Роснефти, в свою очередь, скромнее – 12,308 трлн. руб. Превышение Газпрома над Роснефтью по этому показателю составляет 28%.

В свою очередь обязательства Роснефти превышают обязательства Газпрома в 2,2 раза и составляют 10,3 трлн. руб.

Если взять отношение обязательств компаний к их обороту, то обязательства Роснефти составляют 148% оборота, а Газпрома – 90 %.

Такие высокие долговые обязательства связаны в первую очередь с высокой инвестиционной деятельностью компаний.

Особенно это касается Роснефти. Долговые обязательства этой компании, по сравнению с 2014 годом, выросли на 60%. У Газпрома обязательства за аналогичный период выросли на 47% раз.

3 АНАЛИЗ ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ ХОЛДИНГОВ ОПЕРАЦИОННОГО И ФИНАНСОВОГО ТИПОВ

3.1 Коэффициентный анализ денежных потоков ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром»

На основании гипотезы о том, что эффективность организации финансовых потоков в холдинге может быть оценена посредством оценки денежных коэффициентов компании, проведем этот вид анализа для холдинговых структур обоих типов.

Для проведения коэффициентного анализа денежных потоков сформируем таблицы 3.1 и 3.2 с исходными данными в разрезе 5 лет.

Таблица 3.1 – Исходные данные ПАО «НК Роснефть»

В тысячах рублей

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
ЧДП (CFO)	1 037 919 686	1 274 525 571	-128 566 732	-479 141 734	186 582 853
Прибыль от продаж (OI - Operating Income)	155 445 050	116 800 058	34 481 011	359 957 079	625 698 083
ЕБИТ	636 887 383	500 683 385	442 491 584	479 291 282	885 689 876
Чистая прибыль (NI -Net Income)	500 032 260	239 413 255	99 301 824	138 968 980	460 784 009
Амортизация (DA)	464 000 000	450 000 000	482 000 000	586 000 000	635 000 000
Выручка (Sales)	4 299 680 200	3 831 094 945	3 930 139 846	4 892 934 388	6 968 248 044
ДС + КФВ (Cash)	699 568 021	1 406 688 022	1 761 800 179	1 164 092 547	1 272 034 561
Совокупный долг (TD)	5 014 378 798	7 223 891 294	8 217 878 711	8 909 428 763	9 840 395 358
ДО (FL)	3 247 833 316	5 095 456 956	5 997 378 441	6 336 845 678	6 865 419 631
Текущий долг (CL)	1 766 545 482	2 128 434 338	2 220 500 270	2 572 583 085	2 974 975 727
Дивиденды (D)	136 088 774	86 989 905	122 030 855	100 875 076	218 156 115
Проценты уплаченные (I)	81 107 628	219 080 002	217 184 734	280 927 199	347 701 977
Налоги уплаченные (Tax)	15 221 473	2 137 733	-	8 099 852	15 390 346
Валюта баланса (Assets)	6 384 116 500	8 618 980 074	9 701 637 867	10 518 159 921	11 695 818 096
Собственный капитал (Equity)	1 369 737 703	1 395 088 781	1 483 759 156	1 608 731 159	1 855 422 738
Притоки	8 524 357 815	9 558 902 304	8 740 939 535	11 233 159 788	13 228 285 328
Оттоки	8 635 256 054	9 334 963 736	8 407 415 205	11 670 429 014	12 747 357 591

Таблица 3.2 – Исходные данные ПАО «Газпром»

В тысячах рублей

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
ЧДП (CFO)	1 373 065 899	679 296 570	1 004 239 932	868 544 019	895 097 941
Прибыль от продаж (OI - Operating Income)	921 245 510	811 940 021	332 673 919	375 511 399	1 024 124 013
ЕВИТ	362 414 798	551 836 764	751 169 160	296 448 120	1 298 928 642
Чистая прибыль (NI -Net Income)	188 980 016	403 522 806	411 424 597	100 297 977	933 136 526
Амортизация (DA)	735 712 000	862 336 000	903 598 000	1 004 020 000	998 670 000
Выручка (Sales)	3 990 280 172	4 334 293 477	3 934 488 441	4 313 031 616	5 179 549 285
ДС + КФВ (Cash)	603 010 246	680 086 524	646 177 380	844 933 737	1 052 434 237
Совокупный долг (TD)	2 823 354 487	3 409 715 561	3 548 927 315	3 749 953 248	4 364 927 698
ДО (FL)	1 475 935 936	1 896 082 360	2 008 649 976	1 982 400 659	2 373 944 086
Текущий долг (CL)	1 347 418 551	1 513 633 201	1 540 277 339	1 767 552 589	1 990 983 613
Дивиденды (D)	168 023 717	167 340 747	183 250 569	186 827 990	186 870 622
Проценты уплаченные (I)	82 214 113	111 994 733	113 223 285	99 506 161	103 720 787
Налоги уплаченные (Tax)	157 044 719	56 064 328	56 588 662	163 369 691	217 067 892
Валюта баланса (Assets)	11 552 876 511	12 615 491 541	13 417 096 858	14 119 057 556	15 060 655 468
Собственный капитал (Equity)	8 729 522 025	9 205 775 980	9 868 169 544	10 369 104 309	10 695 727 770
Притоки	5 531 468 044	5 397 143 886	5 866 431 480	6 834 706 711	8 214 303 014
Оттоки	5 249 971 577	5 660 173 526	5 833 354 144	6 821 308 776	8 367 386 264

Данные из форм бухгалтерской отчетности по российским стандартам: бухгалтерский баланс, отчет о финансовых результатах и отчет о движении денежных средств.

Коэффициентный анализ можно разделить на следующие расчеты:

- денежное содержание прибылей;
- денежное содержание продаж;
- денежное покрытие долга;
- денежная рентабельность.

Далее перейдем к расчету показателей первой группы – показателям денежного покрытия прибыли. Данные коэффициенты характеризуют величину прибыли, которую холдингу удалось получить за отчетный период в денежной форме за счет операционной деятельности. Значения показателей денежного покрытия разных видов прибыли для ПАО «НК Роснефть» в 2014-2018 гг. приведены в таблице 3.3. А также для ПАО «Газпром» в таблице 3.4.

Таблица 3.3 – Денежное содержание прибылей ПАО «НК Роснефть»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Денежное содержание прибыли от продаж CFO/OI	667,71	1091,2	-372,86	-133,11	29,82
Денежное содержание CFO/ЕБИТ	162,97	254,56	-29,06	-99,97	21,07
Денежное содержание чистой прибыли CFO/NI	207,57	532,35	-129,47	-344,78	40,49
Денежное содержание чистой прибыли скорр. (CFO-DA)/NI	114,78	344,39	-614,86	-766,46	-97,32

Таблица 3.4 – Денежное содержание прибылей ПАО «Газпром»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Денежное содержание прибыли от продаж CFO/OI	149,04	83,66	301,87	231,3	87,4
Денежное содержание CFO/ЕБИТ	378,87	123,1	133,69	292,98	68,91
Денежное содержание чистой прибыли CFO/NI	726,57	168,34	244,09	865,96	95,92
Денежное содержание чистой прибыли скорр. (CFO-DA)/NI	337,26	-45,36	24,46	-135,07	-11,10

На основании данных из таблиц 3.3 и 3.4 можно сделать вывод о неоднозначной динамике всех перечисленных показателей, которые в первую очередь обусловлены непосредственным изменением структуры реализации продукции, а, соответственно, и изменением величины объемов реализации

и себестоимости продукции. Дополнительно проведем графический анализ денежного содержания прибылей «НК Роснефть» и «Газпром» на рисунке 3.1.

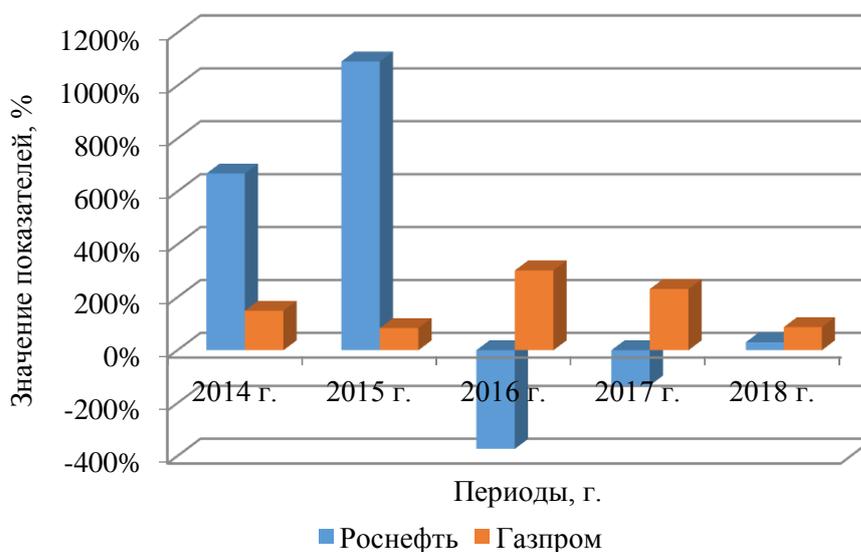


Рисунок 3.1 – Денежное содержание прибылей за 2014-2018 гг.

Скорректированный на амортизационные отчисления коэффициент содержания чистой прибыли показывает, что в денежную форму облачены не все виды прибыли, т.к. чистый дисконтированный денежный поток по текущим операциям у Роснефти в 2016 и 2017 гг. отрицательный. У Газпрома же данный показатель является отрицательным в 2015, 2017 и 2018 гг. за счёт превышения значения амортизации над ЧДП. Из коэффициентов денежного содержания продаж рассчитаем коэффициент «Деньги-выручка» и отразим в таблице 3.5 для «НК Роснефть» и «Газпром».

Таблица 3.5 – Коэффициент «Деньги-выручка»

Наименование показателя	В процентах				
	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Роснефть	16,27	36,72	44,83	23,79	18,25
Газпром	15,11	15,69	16,42	19,59	20,32

На протяжении всего временного периода для компании «Роснефть» значения коэффициента положительны и превышают 15%, достигая максимума 2016 г. и далее снова падая к 2018 г. В целом, можно сделать вывод, что у холдинга есть небольшой избыток денежных средств (в среднем 28% в год). У «Газпром»

же наблюдается положительная динамика в течение всего периода, что связано с пропорциональным изменением денежных средств и краткосрочных финансовых вложений наряду с выручкой холдинга (среднее значение составило 18%).

Но стоит отметить, что вычисление данного показателя являются условным, так как он не учитывает запланированных капитальных затрат, инвестиционных вложений.

В таблице 3.6 рассчитаем коэффициенты денежного покрытия долга для ПАО «НК Роснефть».

Таблица 3.6 – Денежное покрытие долга ПАО «НК Роснефть»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Денежный поток к совокупному долгу CFO/TD	20,7	17,64	-	-	1,9
Совокупный долг к денежному потоку TD/CFO	4,83	5,67	-	-	52,74
Денежное покрытие совокупного долга (CFO-D)/TD	17,98	16,44	-	-	-
Период выплаты совокупного долга TD/(CFO-D)	5,56	6,08	-	-	-
Денежное покрытие краткосрочного долга (CFO-D)/CL	51,05	55,79	-	-	-
Период выплаты краткосрочного долга CL/(CFO-D)	1,96	1,79	-	-	-
Денежно-потоковая ликвидность CFO/CL	58,75	59,88	-	-	6,27
Период выплаты текущих обязательств CL/CFO	1,7	1,67	-	-	15,94

Данные показатели должны сравниваться с классическими показателями ликвидности, которые были приведены в подразделе 2.2.

Коэффициент быстрой ликвидности на предприятии за анализируемый период опережает нормативные значения в 2016-2018 годах. Такое значение показателя связано с тем, что у ПАО «НК Роснефть» на протяжении всего исследуемого периода происходит наращивание дебиторской задолженности. К концу 2018 года

предприятие способно оплатить 135,7% своей задолженности из оборотных активов.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, какую часть текущих обязательств по кредитам и расчетам можно погасить, мобилизовав все оборотные средства в течение определенного периода. Анализ 2016-2018 годов показывает, что коэффициент находится немного ниже нормы, но при этом имеющиеся активы все еще могут в полной мере удовлетворить текущие обязательства в течение года. Рост коэффициента в исследуемом периоде связан с увеличением величины текущих активов по отношению к краткосрочным пассивам предприятия.

Делая вывод по показателям ликвидности, можно сказать, что предприятие на протяжении всего периода имеет достаточный уровень ликвидности баланса для покрытия своих обязательств, но при этом следует обратить внимание на то, что некоторые из показателей находятся на уровне ниже нормы.

ЧДП в 2016 и 2017 гг. принимает отрицательное значения, что связано с негативными последствиями экономического кризиса конца 2014 года, вызванного санкциями. В связи с этим расчёт некоторых из представленных показателей бессмыслен, так как их будет невозможно интерпретировать.

Денежный поток к совокупному долгу показывает негативную динамику, в 2016 и 2017 гг. значение показателя является отрицательным из-за того, что чистый денежный поток в эти годы также отрицателен.

Это свидетельствует о недостаточном притоке денежных средств от операционной деятельности в эти годы. Соответственно, холдинг неспособен покрыть свой совокупный долг за счёт средств от операционной деятельности.

В таблице 3.7 рассчитаем коэффициенты денежного покрытия долга для ПАО «НК Роснефть».

Таблица 3.7 – Денежное покрытие долга ПАО «Газпром»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Денежный поток к совокупному долгу CFO/TD	48,63	19,92	28,3	23,16	20,51
Совокупный долг к денежному потоку TD/CFO	2,06	5,02	3,53	4,32	4,88
Денежное покрытие совокупного долга (CFO-D)/TD	42,68	15,01	23,13	18,18	16,23
Период выплаты совокупного долга TD/(CFO-D)	2,34	6,66	4,32	5,5	6,16
Денежное покрытие краткосрочного долга (CFO-D)/CL	89,43	33,82	53,3	38,57	35,57
Период выплаты краткосрочного долга CL/(CFO-D)	1,12	2,96	1,88	2,59	2,81
Денежно-потоковая ликвидность CFO/CL	101,9	44,88	65,2	49,14	44,96
Период выплаты текущих обязательств CL/CFO	0,98	2,23	1,53	2,04	2,22

Показатели данной группы характеризуют длительность периода в годах, которая потребуется для выплаты долга, в случае если весь чистый денежный поток от операционной деятельности будет направлен на его погашение. Данные показатели должны сравниваться с классическими показателями ликвидности, которые были приведены в подразделе 2.3.

Коэффициент быстрой ликвидности на предприятии за анализируемый период опережает нормативные значения в 2016-2018 годах. Такое значение показателя связано с тем, что у ПАО «Газпром» на протяжении всего исследуемого периода происходит наращивание дебиторской задолженности. К концу 2018 года предприятие способно оплатить 166,9% своей задолженности из обор. активов.

Коэффициент текущей ликвидности показывает, какую часть текущих обязательств по кредитам и расчетам можно погасить, мобилизовав все оборотные средства в течение определенного периода. Анализ

2016-2018 годов показывает, что коэффициент находится в пределах нормы (1,5-2), то есть имеющиеся активы могут в полной мере удовлетворить текущие обязательства в течение года. Спад значения коэффициента в 2017 году связан с опережающим ростом краткосрочных обязательств в сравнении с оборотными активами, в 2018 эта ситуация нормализовалась и коэффициент снова достиг предела нормативного значения.

Делая вывод по показателям ликвидности, можно сказать, что предприятие на протяжении всего периода имеет достаточный уровень ликвидности баланса для покрытия своих обязательств. Денежный поток к совокупному долгу хоть и демонстрирует положительное значение, но все равно находится ниже нормативного значения в 50% (в среднем за каждый период данный показатель составил 28%). Это свидетельствует о невысоком притоке средств от операционной деятельности. Покрытие совокупного долга за счет использования всего чистого денежного потока может произойти в среднем через 5 лет. Изобразим показатели на рисунке 3.2.

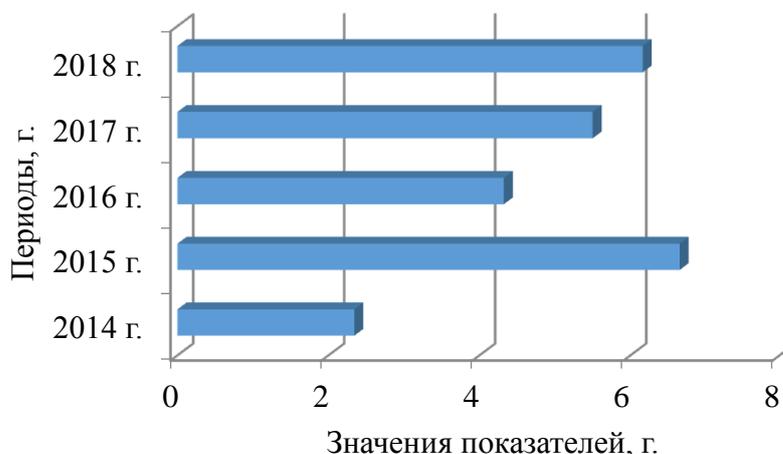


Рисунок 3.2 – Период выплаты основного долга «Газпром» за 2014-2018 гг.

А в отношении краткосрочного долга можно отметить более высокую платежеспособность, при которой компания может расплатиться по текущим обязательствам в среднем за анализируемый период через 2,3 года.

На основании данных, представленных в таблицах 3.6 и 3.7, нельзя сделать однозначный вывод касательно динамики изменения показателей в силу

нестабильности изменения чистого операционного денежного потока у «НК Роснефть», который принимает отрицательное значение в 2016 и 2017 гг., вследствие чего значения периода выплат всех видов сложны для интерпретации. Тем не менее, можно сказать, что, в отличие от ПАО «Газпром», «Роснефть» неспособна погасить свои совокупные обязательства только за счёт средств, поступающих от операционной деятельности.

Далее в таблице 3.8 приведём показатели денежной рентабельности «НК Роснефть» и сравним их с классическими показателями. Эта группа показателей характеризует денежную рентабельность деятельности холдинга. В отличие от классических показателей рентабельности, денежные показатели рассчитываются на основе показателей чистого денежного потока от операционной деятельности, либо с ЧДП, скорректированным на величину оплаченных налогов и процентов. Сопоставление денежных показателей рентабельности с классическими также отражает результаты анализа денежного содержания прибыли, поскольку значения в знаменателе остаются неизменными. В рамках коэффициентного анализа денежных потоков обычно рассчитывают четыре основных показателя денежной рентабельности: денежная рентабельность активов, денежная рентабельность продаж и денежная рентабельность собственного капитала. В силу отличия учетных и денежных показателей рентабельности, более целесообразным является проведение динамического анализа.

Таблица 3.8 – Денежные показатели рентабельности ПАО «НК Роснефть»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
CROA CFO/Assets	16,26	14,79	-	-	1,6
Денежная рентабельность активов (CFO+Tax+I)/Assets	17,77	17,35	0,91	-	4,7
CROS CFO/Sales	24,14	33,27	-	-	2,68
CROE (CFO+I+Tax)/Equity	82,81	107,21	5,97	-	29,63

Так как в чистом денежном потоке от текущих операций содержатся амортизационные отчисления, которые в некоторые из годов превышают сумму ЧДП от операционной деятельности (это следует из анализа денежного содержания прибылей), а чистая прибыль не превышает ЧДП по операционной деятельности, то показатели классической рентабельности имеют значения ниже, чем показатели денежной рентабельности.

Анализ показателей рентабельности эффективно проводить в динамике.

За исключением 2016 и 2017 гг. (такое значение показателей связано с тем, что на эти два года пришлись рекордные платежи по кредитам для Роснефти) рентабельность всех показателей имеет положительное значение, т.к. предприятие имеет прибыль от своей деятельности на протяжении исследуемого периода.

Денежная рентабельность активов имеет негативную динамику за счёт снижения чистого денежного потока от операционной деятельности в 2016 и 2017 гг., но уже в 2018 году показатель снова стал положительным. Данный коэффициент отражает способность активов предприятия генерировать денежные средства.

Денежная рентабельность продаж в 2014 и 2015 гг. выше рентабельности активов, это может быть обусловлено низкой скоростью оборачиваемости активов.

В 2018 году ситуация обратная, так как в компании увеличилась оборачиваемость активов.

Денежная рентабельность собственного капитала аналогична другим показателям рентабельности относительно тенденции.

Далее в таблице 3.9 приведём показатели денежной рентабельности «НК Роснефть» и сравним их с классическими показателями.

Таблица 3.9 – Денежные показатели рентабельности ПАО «Газпром»

В процентах

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
CROA CFO/Assets	11,89	5,38	7,48	6,15	5,94
Денежная рентабельность активов (CFO+Tax+I)/Assets	13,96	6,72	8,75	8,01	8,07
CROS CFO/Sales	34,41	15,67	25,52	20,14	17,28
CROE (CFO+I+Tax)/Equity	18,47	9,2	11,9	10,91	11,37

Аналогично с холдингом «Роснефть», показатели классической рентабельности имеют значения ниже, чем показатели денежной рентабельности. Анализ показателей рентабельности эффективно проводить в динамике.

По сравнению с «Роснефтью», у «Газпрома» ситуация с показателями стабильнее, так как ни в одном из рассматриваемых периодов значение чистого денежного потока не опускалось ниже нуля.

Рентабельность всех показателей имеет положительное значение, т.к. предприятие имеет прибыль от своей деятельности на протяжении исследуемого периода, но стоит отметить, что тенденция негативной динамики из года в год за счёт опережающего (по сравнению с поступлениями) увеличения платежей поставщикам (подрядчикам) за сырьё, материалы, работы, услуги, а также рост прочих платежей.

Денежная рентабельность активов имеет негативную динамику за счёт снижения чистого денежного потока к 2018 году.

Денежная рентабельность продаж на протяжении всего срока выше рентабельности активов (аналогично «Роснефти»), что обусловлено низкой скоростью оборачиваемости активов.

Денежная рентабельность собственного капитала аналогична другим показателям рентабельности относительно тенденции.

Заключительным этапом анализа денежных коэффициентов является расчет ликвидного денежного потока холдинга. Показатель ликвидного денежного потока характеризует избыток или дефицит денежных средств предприятия после

покрытия всех обязательств, или чистое изменение кредитной позиции предприятия. Данные представлены в таблице 3.10.

Таблица 3.10 – Показатели ликвидного денежного потока

В тысячах рублей

Наименование показателя	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Роснефть (LCF)	2 907 850 761	1 308 689 156	223 037 230	1 445 813 903	401 801 524
Газпром (LCF)	329 465 897	716 514 608	-164 982 668	612 337 834	719 863 344

Как видно, для обоих холдингов характерен положительный ликвидный денежный поток на протяжении всего периода (исключение – «Газпром» в 2016 году), что свидетельствует о чистой кредитной позиции за отчётный период. Ухудшение ликвидного денежного потока ПАО «Газпром» в 2016 году связано с уменьшением показателя денежных средств, привлеченные заёмные средства для финансирования текущей деятельности остались примерно на том же уровне.

На конец исследуемого периода ликвидный денежный поток характеризует избыточное сальдо денежных средств, которое получают компании от собственной деятельности. Компании достаточно поступлений от операционной деятельности для покрытия ее долговых обязательств, но данный показатель следует оценивать в динамике.

В плане показателей динамики у холдингов абсолютно противоположная ситуация:

1) «НК Роснефть» имеет негативную динамику показателя ликвидного денежного потока, что говорит о всё большей зависимости холдинга от заёмных средств;

2) У ПАО «Газпром» динамика показателя наоборот идёт в сторону увеличения, что связано с приближающимся завершением таких мегапроектов, как «Турецкий поток», «Северный поток 2» и «Сила Сибири», на которые были выделены более 50% заёмных средств организации.

3.2 Расчёт чистого финансового потока для «НК Роснефть» и «Газпром»

Выделяя в качестве объекта финансового менеджмента самостоятельный хозяйствующий субъект, его финансовые потоки и учитывая особенности финансового управления в холдинге, определим финансовые потоки холдинга. 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.).

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.

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

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 расписана в таблице 3.11. Методика разработана Е.В. Скобелевой.

Таблица 3.11 – Классификация финансовых потоков предприятия

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

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 приводит 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, 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.

Внутрихолдинговые потоки включают в себя четыре категории финансовых потоков:

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

Внешихолдинговые 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 внутривхолдинговыми.

2. По направленности движения внутривхолдинговые 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. Входящие потоки холдинга представлены на рисунке 3.3.

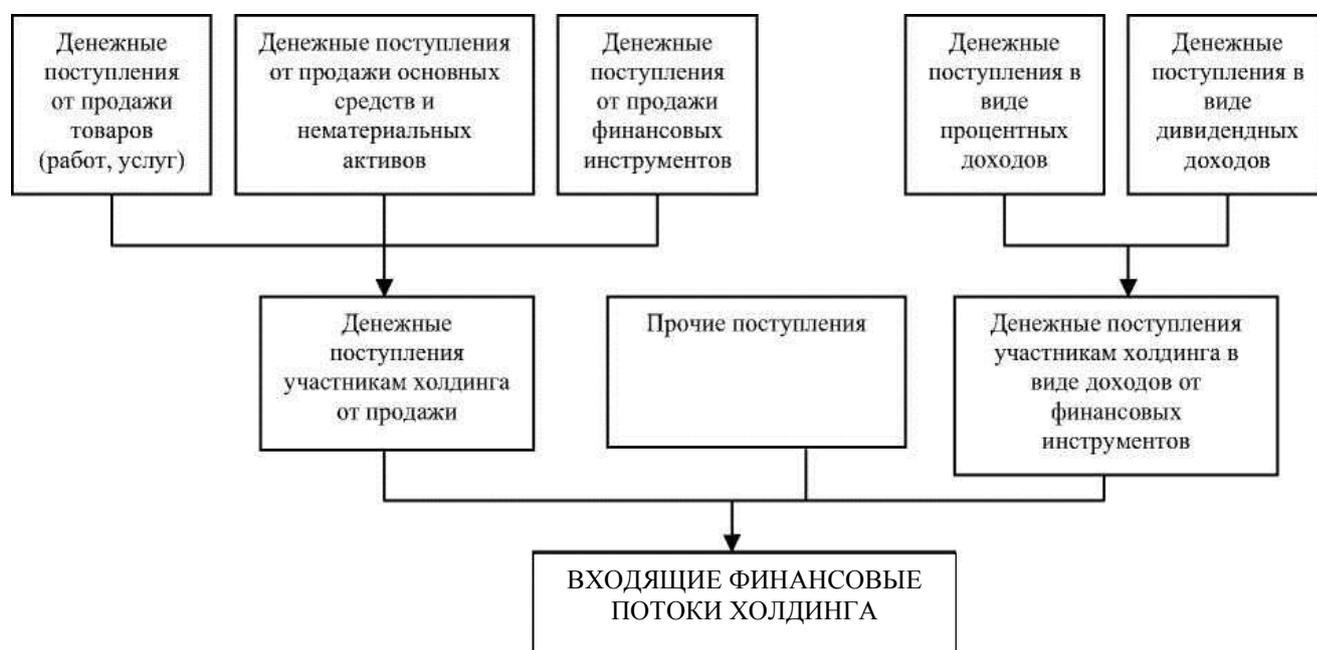


Рисунок 3.3 – Схема расчёта входящих финансовых потоков холдинга

Далее разберём схему расчёта входящего финансового потока холдинга.

Входящий финансовый поток (ФП_{вх}) рассчитывается по формуле (3):

$$\text{ФП}_{\text{вх}} = \text{П}_{\text{пр}} + \text{П}_{\text{дфи}} + \text{П}_{\text{проч}}, \quad (3)$$

где ФП_{вх} – входящие финансовые потоки холдинга;

П_{пр} – поступления от продажи внешним контрагентам;

П_{дфи} – поступления в виде доходов от имеющихся фин. инструментов;

Проч – прочие поступления.

Исходящие финансовые потоки холдинга характеризуются совокупностью выплат денежных средств участниками холдинга за соответствующий период времени. Исходящие потоки указаны на рисунке 3.4.



Рисунок 3.4 – Схема расчёта исходящих финансовых потоков холдинга

Далее разберём схему расчёта исходящего финансового потока холдинга.

Входящий финансовый поток (ФП_{исх}) рассчитывается по формуле (4):

$$\text{ФП}_{\text{исх}} = \text{В}_{\text{фп}} + \text{В}_{\text{бф}} + \text{В}_{\text{дфи}} + \text{В}_{\text{проч}}, \quad (4)$$

где ФП_{исх} – исходящие финансовые потоки холдинга;

В_{фп} – выплаты участников холдинга для организации деятельности;

В_{бф} – обязательные платежи участников холдинга;

В_{дфи} – выплаты доходов по имеющимся финансовым инструментам;

В_{проч} – прочие выплаты.

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), то входящие финансовые потоки определяются как внутрихолдинговые.

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

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 3.5.

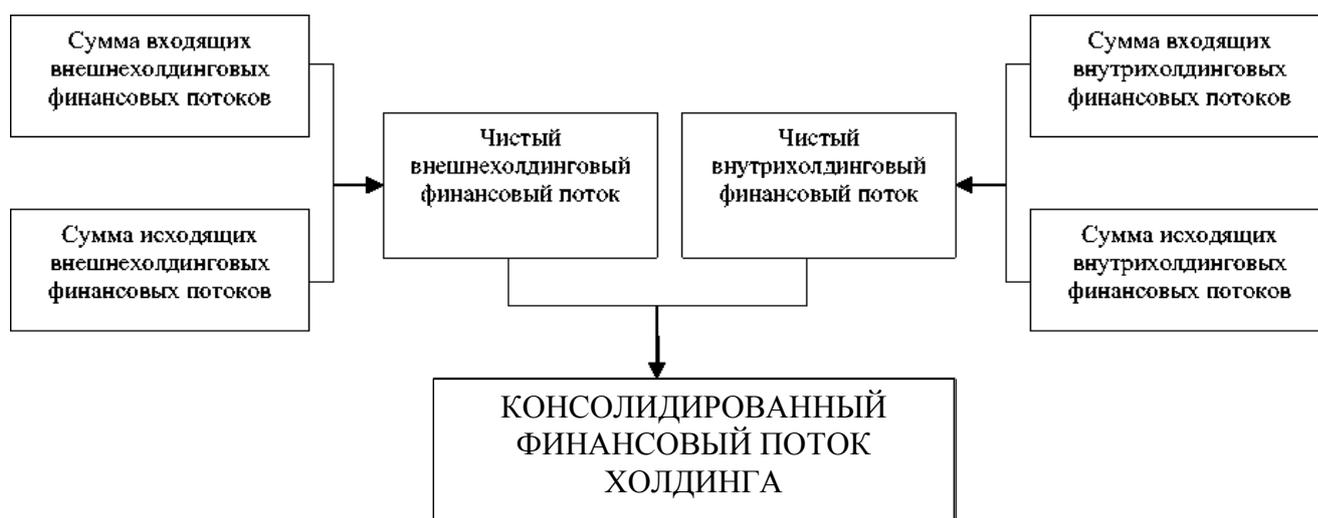


Рисунок 3.5 – Схема расчёта чистого финансового потока холдинга

Чистый финансовый поток холдинга характеризует разницу между входящими и исходящими финансовыми потоками холдинга и является важнейшим результатом финансовой деятельности холдинга, во многом определяющим достижение синергетического эффекта функционирования холдинга.

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 предприятий, 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 внешне-холдинговых финансовых потоков.

Расчет чистого внешнехолдингового финансового потока осуществляется по формуле (5):

$$\text{ЧФП}_{\text{ВНХ}} = \text{ФП}_{\text{ВХ}} - \text{ФП}_{\text{ИСХ}}, \quad (5)$$

где ЧФП_{ВНХ} – чистый внешнехолдинговый финансовый поток холдинга;

ФП_{ВХ} – входящий внешнехолдинговый финансовый поток холдинга;

ФП_{ИСХ} – исходящий внешнехолдинговый поток холдинга.

Далее проведём расчёт чистого финансового потока для ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром» в таблице 3.12.

Таблица 3.12 – Чистый финансовый поток холдингов

Показатель	Период				
	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
ЧФП Роснефть	3 257 086 946	3 801 060 526	2 419 348 879	511 607 463	1 580 649 704
ЧФП Газпром	1 780 757 654	1 745 644 934	1 882 357 564	1 832 195 711	2 367 043 194

Для наглядности изобразим результат на рисунке 3.6.

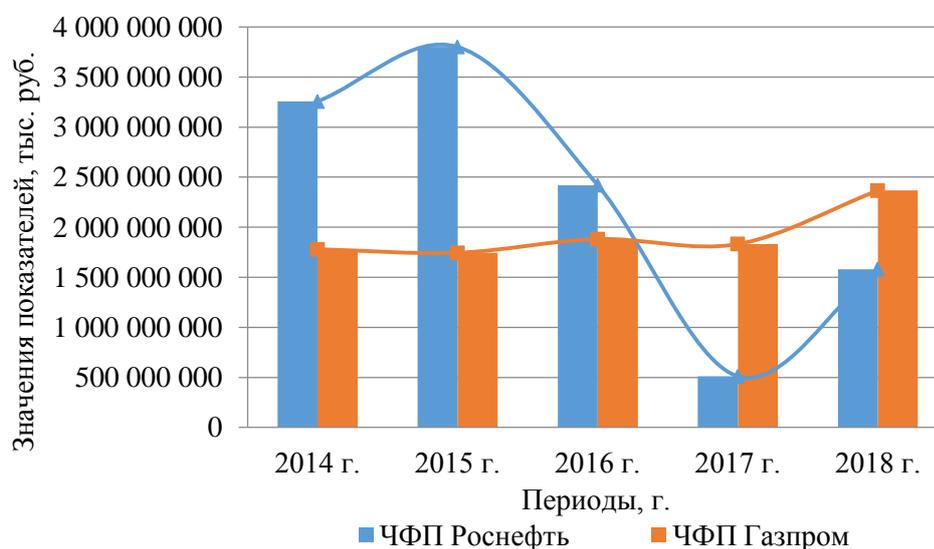


Рисунок 3.6 – Чистый финансовый поток «НК Роснефть» и «Газпром»

Рассмотрим оба холдинга более подробно:

1. ПАО «НК Роснефть». В начале отчётного периода ЧФП составил 3 257 086 946 тыс. руб., в конце периода ЧФП равен 1 580 649 704 тыс. руб. Наблюдается отрицательная динамика. Это говорит о том, что к 2018 году в холдинге исходящий денежный поток нарастает быстрее, чем входящий денежный поток, что негативно сказывается на значении ЧФП. Особенно данная тенденция была заметна в 2017 г, когда ЧФП принял минимальное значение за 5 лет в размере 511 607 463 тыс. руб. В этом году единственный раз сальдо всех денежных потоков принимает отрицательное значение. Но затем снова намечается динамика роста, так как в 2018 году ЧФП вырос примерно в 3 раза. Среднее значение за год составило 2 313 950 704 тыс. руб.

2. ПАО «Газпром». В отличие от Роснефти ситуация в Газпроме стабильнее, сильных скачков значения ЧФП нет. В 2016 году ЧФП составил 1 780 757 654 тыс. руб., к концу периода – 2 367 043 194 тыс. руб. Наблюдается положительная динамика показателя. ПАО «Газпром» небольшими темпами из года в год наращивает значение ЧФП. Среднее значение за год – 1 921 599 811 тыс. руб.

По результатам анализа видно, что в рамках отчётного периода в каждом из холдингов наблюдается чистый внешнехолдинговый финансовый поток. Исходя из этого можно сделать вывод, что оба холдинга являются финансово-привлекательными для внешней среды, так как входящие финансовые потоки холдингов больше, чем исходящие финансовые потоки холдингов в обоих случаях.

С точки зрения стабильности финансовой структуры обоих холдингов, можно заключить, что Газпром в силу низкой волатильности ЧФП выстроил более устойчивую структуру финансовых потоков, чем Роснефть. Такой вывод вполне согласуется со спецификой холдингов операционного и финансового типов. Так как Газпром, как холдинг второго типа, тяготеет к децентрализованному управлению финансами, которое даёт менеджменту больше возможностей

для адаптации к изменениям внешней среды. Кроме того, диверсификация активов финансового холдинга позволяет за счёт межотраслевого перелива капитала поддерживать стабильность финансовой структуры.

Выводы по разделу три

В данной главе мы произвели анализ финансовых потоков холдингов операционного и финансового типов на примере ПАО «НК Роснефть» и ПАО «Газпром», а в частности произвели коэффициентный анализ денежных потоков и расчёт чистого финансового потока для двух холдингов.

Из полученных результатов можно сделать следующие выводы по состоянию денежных коэффициентов компании: анализируя данные показатели было выяснено, что:

- «НК Роснефть» не обладает положительным денежным потоком от операционной деятельности на протяжении всего периода (в 2016 и 2017 гг. он принимает отрицательные значения); показатели денежного содержания прибылей демонстрируют, что в денежную форму облачены не все виды прибыли; коэффициент денежного содержания продаж говорит о том, что у холдинга есть избыток денежных средств; коэффициенты денежного покрытия долга свидетельствуют о нормальном уровне платежеспособности предприятия; денежные показатели рентабельности характеризуют способность активов генерировать денежные средства, за анализируемый период эти показатели находятся на нормальном уровне за исключением 2017 года.

- «Газпром» же на протяжении всего периода сохраняет положительное значение сальдо денежных потоков от текущей деятельности; показатели денежного содержания прибылей демонстрируют, что, в отличие от «НК Роснефть», в денежную форму облачены все виды прибыли; коэффициент денежного содержания продаж говорит о том, что у холдинга есть избыток денежных средств, но уровень избытка ниже, чем у Роснефти; коэффициенты денежного покрытия долга свидетельствуют о нормальном уровне

платежеспособности предприятия как краткосрочном, так и в долгосрочном периоде; денежные показатели рентабельности характеризуют способность активов генерировать денежные средства, за анализируемый период эти показатели находятся на нормальном уровне, но в данном случае замечена динамика снижения уровня рентабельности от начала периода к концу.

При этом оба холдинга имеют чистую кредитную позицию за отчётный период, так как значение ликвидного денежного потока положительно.

Для расчёта ЧФП холдинга в каждом из случаев проведена работа по очищению ОДДС от внутрихолдинговых операций, и был подсчитан чистый внешнехолдинговый финансовый поток для «НК Роснефть» и «Газпром».

Исходя из этого расчёта мы сделали вывод, что оба холдинга являются инвестиционно-привлекательными для внешней среды, так как уровень ЧФП в обоих случаях положителен. Однако финансовая структура холдинга имеет более высокую стабильность у ПАО «Газпром».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

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.

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. 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.

В связи с данными и для минимизации ошибок при планировании финансовых потоков холдинга необходимо проводить тщательный и глубокий анализ деятельности организации, а также внешней среды .

В рамках данной работы нами были проведены следующие процедуры:

- изучены основные понятия и виды холдингов;
- освоены современные методы формирования холдингов в РФ и за рубежом;
- рассмотрены стили управления холдингом;
- дана характеристика операционному холдингу ПАО «НК Роснефть»;
- дана характеристика финансовому холдингу ПАО «Газпром»;
- анализ финансово-хозяйственной деятельности холдингов;
- коэффициентный анализ денежных потоков холдингов;
- расчёт чистого финансового потока холдингов.

Самой распространенной формой предпринимательских объединений в современной России являются холдинги.

Формирование холдингов в России происходило в рамках приватизационного законодательства. Холдинги рассматривались как адекватная форма разгосударствления крупных предприятий, объединений, концернов с задачей сохранения при этом технологических связей между входящими в них структурными единицами.

Актуальной задачей российских холдингов сегодня является внедрение современных управленческих технологий. Руководители всех уровней должны

понимать, что происходит с бизнесом сейчас, что будет с ним в ближайшее время, каких целей они должны достичь, и какими ресурсами располагают. Принимая решения, руководители разных подразделений должны координировать свои действия и усилия, чтобы вместе идти к намеченной цели.

ПАО «НК Роснефть» – российская нефтегазовая компания. Зарегистрирована в 1994 году в Москве, в 2016 году из открытого акционерного общества реорганизована в публичное. В 2013 году стала крупнейшей в мире компанией-производителем нефти. По данным журнала «Эксперт», в 2017 году занимала третье место среди российских компаний по объёмам выручки. Находится в перечне стратегических предприятий страны.

ПАО «Газпро́м» – российская энергетическая компания, более 50 % акций которой принадлежит государству. Является холдинговой компанией Группы «Газпром». Непосредственно ПАО «Газпром» осуществляет только продажу природного газа и сдаёт в аренду свою газотранспортную систему. Основные направления деятельности – геологоразведка, добыча, транспортировка, хранение, переработка и реализация газа, газового конденсата и нефти, реализация газа в качестве моторного топлива, а также производство и сбыт тепло- и электроэнергии.

Газпром и Роснефть – два флагмана российской экономики. Обе эти компании работают в нефтегазовом секторе, важность которого для Российской Федерации трудно переоценить. Газпром и Роснефть являются лидерами по добыче в России газа и нефти, а кроме этого эти компании являются вертикально интегрированными и занимаются не только добычей полезных ископаемых, но и их транспортировкой и переработкой. Также Газпром и Роснефть активно ведут геолого-разведочную деятельность.

Компания Газпром была основана в 1993 году и на сегодняшний день является самой крупной газовой компанией в мире. Запасы природного газа российского гиганта оцениваются в 36 трлн. куб. метров. Это составляет 17% мировых запасов

и 72% общероссийских. Кроме этого, Газпром располагает запасами нефти емкостью 3.3 млрд. тонн.

Роснефть, как и Газпром была основана в 1993 году, сегодня это крупнейшая публичная компания в мире по объемам нефтедобычи. Запасы компании составляют более 4.1 млрд. тонн нефти. Также компания располагает запасами природного газа в размере около 2 трлн. куб. метров и является третьей компанией в России по объемам газодобычи.

В 2018 году оборот обоих холдингов превысил 5 трлн. рублей. Оборот Газпрома составил 5 179 млрд. рублей, оборот Роснефти – 6 988 млрд. рублей. Необходимо отметить, что оба российских нефтегазовых гиганта с каждым годом наращивают обороты. Лучше это получается у Роснефти, по сравнению с 2014 годом, ее оборот вырос на 62,1%, тогда как Газпром увеличил выручку всего на 29,8%. Роснефть, показывает очень хорошие результаты по обороту, в 2017 году холдингу впервые удалось обогнать Газпром по этому показателю. Разница в денежном показателе составила 1 788 млрд. руб. в денежном эквиваленте и 34,5 в процентном. Ну а если взять суммарную выручку за 5 лет, то здесь Газпром также проигрывает, более чем внушительное – разница составляет 2 170 трлн. руб.

Что касается чистой прибыли компаний, то в 2018 году Роснефть отстала от Газпрома более чем в 2 раза. При этом, прибыль Роснефти увеличилась по сравнению с 2017 годом на 232%, у Газпрома на 830%.

Исходя из анализа, 2018 год вышел для Газпрома успешным в плане прибыли. По показателю общей прибыли за последних 5 лет более чем в 1,4 раза, что в денежном эквиваленте составляет почти 600 млрд. рублей.

При оценке чистого финансового потока было определено значения за каждый год отчетного периода для «НК Роснефть» и для ПАО «Газпром». Показатель продемонстрировал, что оба холдинга в плане инвестиционной привлекательности демонстрируют хороший результат и имеют положительное значение ЧФП в каждом году.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

- 1 Скляренко, Н.П. Консолидация в холдинговых компаниях в современных реалиях / Н.П Скляренко // Мир знаний. – <https://clck.ru/BC63L>.
- 2 Проект Федерального закона N 99049555-2 «О холдинговых компаниях» ((ред., принятая ГД ФС РФ в I чтении 20.10.1999)
- 3 Паламарчук, А.С. Дочерние компании, филиалы, зависимые общества холдинги / А.С Паламарчук // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. - № 10. – с. 53-68.
- 4 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая) от 18.12.2006 № 230-ФЗ (ред. от 03.07.2016, с изм. от 13.12.2016) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2017).
- 5 Петрикова, Е.М. Холдинг – юридическая форма / Е.М. Петрикова, М.А. Овсянникова, Е.И. Исаева // Всё о финансовом анализе. – <http://1-fin.ru/?id=918>.
- 6 Тарасенко, О.Н. Проблемы холдингового законодательства в Российской Федерации / О.Н. Тарасенко // Экономическая наука в 21 веке: проблемы, перспективы, информационное обеспечение. – 2014. - № 15. – с. 10-15.
- 7 Козырев, А.Н. Иностраный холдинг на защите российских активов, стили управления / А.Н. Козырев, В.Л. Макаров. – М.: Интерреклама, 2014. – 139-155 с.
- 8 Бондарева, Н.Н. Участники холдингов / Н.Н. Бондарева // Управление развитием крупномасштабных систем. – 2013. - №4. – с. 52-55.
- 9 Смирнова, Е.Н. Три этапа развития холдинговых компаний в нефтяной отрасли / Е.Н. Смирнова // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. – 2014. - № 1. – с. 135-138.
- 10 Ястребов, А.С. Основания установления холдинговых отношений, преимущества и недостатки холдингов/ А.С Ястребов // Площадь статей. – <http://www.cons-s.ru/articles/86>.
- 11 Система межрегиональных маркетинговых центров. Обзор нефтегазовой отрасли РФ. – <http://www.marketcenter.ru/content/doc-2-12416.html>.

- 12 Обзор мировой нефтегазовой отрасли. – <https://goo.gl/cR0xQN>.
- 13 Власова, И.С. Рынок нефтяных продуктов / И.С Власова // Ритейл. – <https://www.retail.ru/articles/88989/>.
- 14 Федеральная служба государственной статистики. – <http://www.gks.ru>.
- 15 Алексеева, Ю.В. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности организации: учебное пособие для вузов / Ю.В. Алексеева, А.В. Васильев. – М.: КНОРУС, 2013. – 687с.
- 16 Сайт раскрытия информации. – <https://clck.ru/BC5y6>.
- 17 Росконтроль. – <https://clck.ru/BEDSj>.
- 18 Центр раскрытия корпоративной информации. – <https://clck.ru/BEE9Z>.
- 19 Независимое рейтинговое агентство. Информационно-аналитическая система «FIRAPRO». – <https://clck.ru/BEEEi>.
- 20 Роль и место нематериальных активов в развитии предприятия. – <http://www.ceae.ru/pub-ocenematact.htm>.
- 21 Стройкин, А.С. Холдинговые компании в России / А.С. Стройкин // Академический вестник. – 2012. - № 3. – с. 106-111.
- 22 ПАО «НК Роснефть». – <https://www.rosneft.ru>.
- 23 ПАО «Газпром». – <http://www.gazprom.ru>.