

УДК 338.242

# Реализация системы финансового обеспечения инвестиционных проектов в управляющей компании холдинга

© 2015 г. А.В. Власов\*

В работе рассматриваются теоретические подходы к разработке системы обеспечения инвестиционных проектов в управляющей компании холдинга. Исходя из выбранной модели финансирования и кредитования хозяйственной и инвестиционной деятельности обосновываются рекомендации по совершенствованию инвестиционного планирования бизнес-единиц холдинга. Рассматриваются необходимые направления привлечения финансовых ресурсов для развития системы финансового обеспечения инвестиционных проектов, создается модель формирования инвестиционных бюджетов бизнес-единиц холдинга. В статье применяются методические подходы к оптимизации структуры капитала с использованием оценки системы отчетности в области инвестиционной деятельности. Показана методика привлечения холдинговыми структурами заемных средств, позволяющая определить направления развития системы финансового обеспечения инвестиционных проектов и разработать модель формирования инвестиционных бюджетов бизнес-единиц. Результаты могут быть использованы при организации финансового планирования инвестиций и построении системы отчетности в области инвестиционной деятельности в холдинге.

**Ключевые слова:** воспроизводство, сопоставимость, ретроспективы, ковариация, средневзвешенная, капитализация, ранжировать, самофинансирование, Модильяни-Миллер.

Несмотря на то, что проблемам финансового менеджмента посвящен целый ряд нормативных документов<sup>1</sup> и исследований [1–4], до сих пор недостаточно внимания уделяется конкретным методическим разработкам по анализу изменений внутренней и внешней среды холдинговых структур. Отсутствуют комплексные исследования, посвященные проблемам организации финансового планирования в управляющих и дочерних компаниях холдинга, процессам оптимизации структуры капитала, управления денежными потоками, инвестициями и финансовыми рисками.

Инвестиционная деятельность в холдинге является важнейшей составляющей воспроизводственного процесса. Планирование и бюджетирование инвестиционной деятельности основываются на составлении планов, разрабатываемых в рамках определенного периода, для обеспечения финан-

совыми ресурсами данной деятельности. В системе бизнес-планирования инвестиционный бюджет, с одной стороны, выступает инструментом реализации инвестиционной стратегии управляющей компании, с другой – определяет элементы финансового капитала, которые могут быть направлены на воспроизводство, обеспечивая их оптимальное соотношение. Составление инвестиционного бюджета обеспечивается системой данных управленческого учета, созданной в холдинге.

Инвестиционный бюджет холдинга отражает капитальные затраты и долгосрочные финансовые вложения на плановый период. Следует отметить, что инвестиционные решения и решения по финансированию бизнес-единиц холдинга тесно взаимосвязаны и не могут приниматься отдельно. При этом любое инвестиционное решение ориентируется на оценку активов, связь между риском и стоимостью активов, бюджет движения денежных средств (БДДС).

Формируемый для управления платежеспособностью входящих в холдинг бизнес-единиц БДДС отражает интеграцию финансовых потоков и размещение свободных денежных средств, в том числе на инвестиции, а также содержит сведения о планируемых входящих и исходящих денежных потоках. Кроме того, на основе БДДС определяются периоды и величины возможных кассовых разрывов, а также обосновывается потребность холдинга в заемных средствах. С другой стороны, бюджеты доходов и расходов предоставляют управляющей компании информацию о ключевых показателях доходов и расходов, необходимую для принятия управленческих

\* Преподаватель колледжа университета имени С.Ю. Витте. 115432, Москва, 2-й кожуховский проезд, д. 12, стр. 1. Россия. nice.sashaalexander@list.ru

<sup>1</sup> Гражданский кодекс РФ; Налоговый кодекс РФ; Федеральный закон «О финансово-промышленных группах» от 30 ноября 1995 г. № 190-ФЗ; Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ; Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ.

решений в области инвестиций в кратко-, средне- и долгосрочной перспективе.

Обоснование экономической целесообразности объемов и сроков осуществления инвестиций и приобретения внеоборотных активов (нематериальных активов, основных средств, объектов незавершенного строительства, доходных вложений в нематериальные ценности и пр.) оформляется в виде инвестиционного проекта<sup>2</sup> (рис. 1).

Главным аспектом эффективного инвестиционного управления на предприятии, на наш взгляд, является создание условий для реализации инвестиционных проектов, что включает наличие ресурсов, обеспечивающих инвестиционный процесс и систему управления данными ресурсами.

Любой инвестиционный проект, являющийся формой реализации инвестиций, состоит из трех этапов. Первый этап заключается в маркетинговых исследованиях, проведении переговоров с потенциальными партнерами, разработке технико-экономического обоснования. На втором этапе осуществляется проектное финансирование, собственно инвестирование, вложение средств в виде приобретения ценных бумаг или строительства нового производственного объекта. Третий этап – начало возврата вложенных средств и получение дохода. Все этапы разработки и реализации инвестиционного проекта могут сопровождать различные инвестиционные риски.

В настоящее время одна из характерных специфических особенностей разработки и реализации инвестиционного проекта заключается в недооценке рисков, сопровождающих проект, и неполной информации о состоянии данного объекта. Поэтому важным элементом контроля является мониторинг по различным критериям, в частности: мониторинг риска; мониторинг, связанный с внешним обслуживанием проекта; мониторинг, основанный на анализе финансовых показателей инвестиционного проекта; предварительный мониторинг по учету кредитной линии.

При анализе будущих потоков денежных средств определение фактора риска носит достаточно субъективный характер. Поскольку фактор риска имеет прямое отношение к анализу дисконтированных потоков денежных средств, то аналитики, менее уверенные в будущем компании, оценивают будущую стоимость ее доходов ниже, чем те, кто смотрит на эту же компанию с большим оптимизмом. В итоге, чем шире амплитуда колебаний ожидаемых будущих

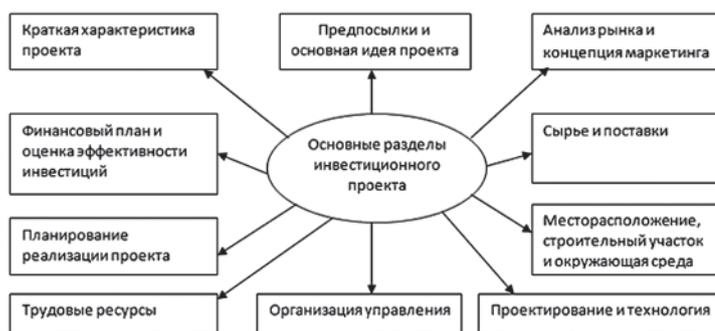


Рис. 1. Структура основных разделов разрабатываемого инвестиционного проекта холдинг-компания  
[The structure of the main sections of the investment project developed by holding companies]

потоков денежных средств, тем рискованнее инвестиции.

Поскольку в основу принятия инвестиционных решений положены оценка и сравнение объема планируемых инвестиций и будущих денежных поступлений, то управляющая компания холдинга может осуществлять сравнение величины требуемых капитальных вложений с прогнозируемыми доходами. Расчет показателей базируется на осуществлении оценки денег во времени, которая должна предусматривать сопоставимость сравниваемых показателей.

В той мере, в какой прогнозируемые доходы от инвестиций и ставка дисконтирования отражают специфические условия и оценки конкретных инвесторов, расчетная стоимость ожидаемых будущих потоков денежных средств будет соответствовать определению инвестиционной стоимости. Так как ставка дисконтирования определяется как ожидаемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска, она может рассматриваться как альтернативная стоимость капитала или ставка дохода по другим сопоставимым вариантам инвестирования. Это будет та ожидаемая ставка дохода на капитал, которая выступит движущим мотивом для инвесторов по вложению средств в эту компанию.

При определении ставки дисконтирования может быть использована модель оценки капитальных активов (САРМ)<sup>3</sup>. Применение этой модели предполагает расчет коэффициента «β», который является средством количественного определения части риска, известного как систематический риск, связанный с изменениями на рынке в целом, а не с особенностями конкретной отрасли или отдельной компании. Коэффициент «β» рассчитывается как ковариация между избыточной частью общего дохода на планируемые инвестиции и избыточной

<sup>2</sup> Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ, ст. 1.

<sup>3</sup> Capital Asset Pricing Model – CAMP (англ.).

частью общего дохода на акции, входящие в рыночный индекс<sup>4</sup>.

Следует отметить, что стоимость инвестиционного проекта по методу капитализации прибыли находится в прямой зависимости от отношения чистой прибыли после уплаты налогов к ставке капитализации. На практике в большинстве случаев в качестве капитализируемой величины принимается показатель прибыли последнего отчетного года. Ставка капитализации в этом случае рассчитывается на основе ставки дисконтирования, скорректированной на ожидаемые среднегодовые темпы роста прибыли или потока денежных средств (в зависимости от того, какая величина капитализируется)<sup>5</sup> [5].

Если считать собственные средства (амортизационные отчисления, нераспределенная прибыль) наиболее доступными источниками финансирования, то привлеченные и заемные средства (банковские кредиты, займы, новые эмиссии акций и корпоративных облигаций, лизинг) можно ранжировать в зависимости от длительности и цены их вовлечения в инвестиционный процесс, что зависит от многих факторов.

В системе финансового плана инвестиционного проекта важная роль принадлежит обоснованию схемы его финансирования, которая определяет состав инвесторов данного проекта, объем и структуру необходимых инвестиционных ресурсов, интенсивность входящего денежного потока по отдельным этапам предстоящей реализации проекта и ряд других показателей управления проектом. При разработке схемы финансирования инвестиционного проекта следует рассматривать шесть основных ее вариантов:

1. Полное самофинансирование предусматривает финансирование проекта за счет собственных финансовых ресурсов, формируемых на внутренних источниках. Как правило, этот метод финансирования используется в основном для реализации небольших инвестиционных проектов, рассматриваемых в процессе разработки капитального бюджета.

2. Кредитное финансирование на основе банковских ссуд целесообразно применить для реализации небольших среднесрочных проектов с относительно высокой нормой доходности инвестиций. Эта схема финансирования может применяться и для реализации среднесрочных проектов при условии, что уровень доходности по ним превышает ставку процента по долгосрочному финансированию.

3. Финансирование на основе эмиссии корпоративных облигаций может использоваться для реализации крупномасштабных проектов, требующих значительных объемов инвестиционных ресурсов.

<sup>4</sup> Общий доход равен сумме дивидендов и изменений в рыночной цене акций.

<sup>5</sup> Федеральный закон «О финансово-промышленных группах» от 30 ноября 1995 г. № 190-ФЗ.

4. Лизинг используется при недостатке собственных финансовых средств или высокой стоимости кредита (заемных ресурсов) в различных формах для реализации инвестиционных проектов, связанных с модернизацией или реконструкцией компаний, особенно инвестиционных проектов с высокой степенью изменчивости технологий.

5. Смешанное финансирование основывается на различных комбинациях рассмотренных выше схем и может быть использовано для реализации всех видов проектов.

Решение задачи финансового обеспечения инвестиционных проектов предусматривает создание целевых установок и системных индикаторов эффективности, управление бизнес-процессами, разработку финансовой структуры, ориентированной на рост, определение факторов создания стоимости и создание системы управления эффективностью функционирования бизнес-единиц в холдинге. Сопоставление финансовых возможностей и потребностей позволит выявить зависимость выбора источников финансирования инвестиционных проектов от стадии жизненного цикла бизнес-единиц и холдинга в целом.

В связи с этим следует отметить, что наиболее остро проблема привлечения финансовых ресурсов встает перед компанией на стадиях становления и роста. При этом ограниченность выбора источников финансирования на стадии становления компании обусловлена отсутствием положительной кредитной истории и деловой репутации. Это обстоятельство делает практически необходимым привлечение финансирования на основе эмиссии акций и краткосрочного банковского кредита. На стадии роста у компании расширяется спектр финансовых возможностей за счет разных источников, и главной проблемой становится определение оптимальной структуры используемых источников.

На наш взгляд, только средства, полученные из внешних источников, способны существенно расширить базу самофинансирования холдинга, стимулируя его развитие. Заемные и привлеченные средства, используемые холдингом, характеризуют в совокупности объем его долговых обязательств.

За последнее время получили распространение два основных подхода к оптимизации структуры капитала: а) традиционный подход; б) теория Модильяни-Миллера [6].

Представители традиционного подхода доказывают, во-первых, зависимость цены капитала от его структуры, а во-вторых, существование оптимальной структуры капитала, при которой достигается минимальная величина средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*) и, следовательно, максимальная рыночная стоимость компании. Средневзвешенная цена капитала зависит от цены его составляющих. При этом в зависимости от структуры капитала цена каждого из источников меняется, различны и темпы этих изменений. Результаты исследований [5; 7] показывают, что при умеренном росте доли заемных

средств, то есть при умеренном повышении финансового риска, акционеры не требуют немедленного увеличения доходности.

Вместе с тем при превышении некоторого критического соотношения собственных и заемных средств ситуация меняется и акционеры начинают требовать большей доходности для компенсации риска. Соответственно, и цена заемного капитала при определенном составе источников начинает возрастать. Если при минимальных совокупных затратах рыночная стоимость капитала увеличивается и обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентами финансовой устойчивости и рентабельности, то такое сочетание собственных и заемных средств характеризует оптимальную структуру капитала. При такой структуре показатель *WACC* имеет минимальное значение и, следовательно, рыночная стоимость компании будет максимальной.

В отличие от традиционной теории Модильяни-Миллера, сформулированная в 60-х гг. прошлого столетия, утверждает, что рыночная стоимость компании и цена капитала не зависят от его структуры и, следовательно, изменение структуры капитала не приводит напрямую к росту рыночной стоимости компании. Однако было установлено, что с введением в модель Модильяни-Миллера налоговых платежей цена акций компании находится в прямой зависимости от доли заемного финансирования. А именно, чем больше доля привлекаемого заемного капитала, тем выше цена акций.

Практика показывает, что выбор управляющей компанией способа финансирования инвестиций не всегда определяется рыночной ситуацией. На выбор источников финансирования не меньшее влияние оказывают неценовые факторы (изменения в потребительских, инвестиционных и государственных расходах). В итоге происходит рост доли внешнего при сокращении доли бюджетного финансирования.

Процесс составления инвестиционного бюджета предусматривает необходимость его разработки в двух формах:

1) В форме бюджета движения денежных средств – для отражения денежных средств, которые поступили и потрачены на инвестиционную деятельность. В этой части инвестиционного бюджета отражаются расходы, осуществленные в адрес сторонних организаций и с учетом налога на добавленную стоимость.

2) В форме бюджета доходов и расходов – для отражения денежных расходов, которые учитываются в качестве прироста стоимости объектов инвестирования. В этой части инвестиционного бюджета отражаются все расходы компании, определяющие сумму капитальных вложений по инвестиционному проекту, включая строительные-монтажные работы собственными силами, потребление внутренних ресурсов и пр.

В рамках временного горизонта (года, квартала) сумма затрат на инвестиции по этим двум бюд-

жетам должна совпадать (включая прирост остатков незавершенного строительства, налогов и источников финансирования). В целях повышения управляемости холдинга и максимизации его финансовых результатов в краткосрочном периоде (месяц) наиболее информативным является инвестиционный бюджет в форме бюджета движения денежных средств. В долгосрочном периоде (год и более) управляющей компании эффективнее использовать инвестиционный бюджет в форме бюджета доходов и расходов.

Формирование инвестиционного бюджета холдинга осуществляется на основе бюджетов бизнес-единиц, каждый из которых разбивается на плановые и отчетные (фактические), ежемесячные, квартальные и годовые инвестиционные бюджеты. Управляющей компанией составляются также стратегические инвестиционные бюджеты на ряд лет с разбивкой по годам, на базе которых определяются размер планируемых капитальных вложений и срок ввода объектов инвестиционной деятельности в эксплуатацию. При этом плановые бюджеты разрабатываются для прогнозирования расходов по инвестиционной деятельности, отчетные (фактические) – для контроля инвестиционного процесса и анализа его реализации. От выбора оптимального временного горизонта инвестиционного бюджета зависит эффективность бюджетного планирования инвестиционной деятельности.

Планирование годового денежного потока с разбивкой по месяцам позволяет определить динамику и объем денежных средств, необходимых для финансирования в каждом отдельно взятом месяце. Все инвестиционные платежи разбиваются на платежи по переходящим, принятым и находящимся на рассмотрении инвестиционным проектам.

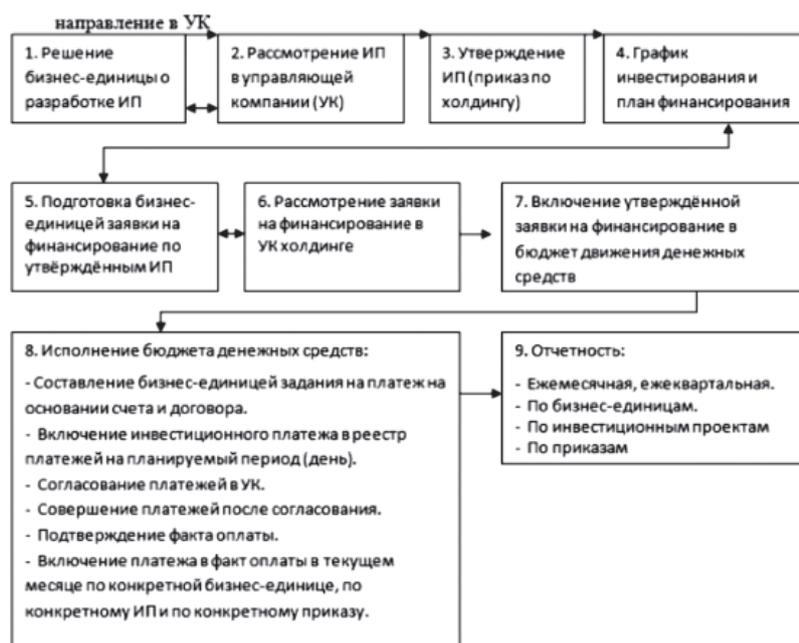
Поскольку для годового бюджета доходов и расходов в рамках инвестиционного бюджета гораздо важнее показать величину прироста активов бизнес-единиц за счет инвестиций и размера ежегодной прибыли, то в этой части бюджета деление показателей по месяцам будет целесообразным. Более того, в отличие от бюджета движения денежных средств в бюджете доходов и расходов содержится информация о планируемых к проведению строительными-монтажными работами сторонними подрядчиками (за вычетом НДС) и собственными силами бизнес-единиц.

На **рис. 2** представлена модель формирования, выполнения и контроля исполнения инвестиционных бюджетов бизнес-единиц холдинга в разрезе бюджета движения денежных средств.

Процесс бюджетирования инвестиционной деятельности условно можно разделить на девять последовательных этапов.

Решение бизнес-единицы о необходимости и целесообразности разработки нового инвестиционного проекта (этап 1) доводится до управляющей компании холдинга вместе с документацией по проекту.

Инвестиционный проект утверждается посредством издания приказа по холдингу с приложением



**Рис. 2. Формирование, исполнение и контроль за исполнением инвестиционных бюджетов бизнес-единиц холдинга**  
 [Formation, implementation and monitoring of the implementation of investment budgets of the business units of the holding]  
 Примечание: составлено автором.

графика инвестирования. График инвестирования, составляемый по каждому инвестиционному проекту, определяет количество приобретаемого оборудования, материалов, сумму планируемых инвестиционных затрат поставщика и подрядчика, срок ввода объекта инвестирования в эксплуатацию.

План финансирования инвестиционного проекта разрабатывается на четвертом этапе в соответствии с графиком инвестирования. В нем отражаются источники финансирования, основными среди которых являются собственные средства холдинга.

На этапе рассмотрения заявки бизнес-единицы на финансирование инвестиционного проекта в управляющей компании осуществляется согласование оплаты отдельных инвестиционных позиций и общей суммы платежей на планируемый период. В процессе рассмотрения заявки следует проводить анализ исполнения бюджетов прошлого и отчетного периодов и определять предстоящие платежи (запланированные, но не оплаченные в предыдущие периоды). После того как заявка бизнес-единицы на финансирование инвестиционного проекта утверждена управляющей компанией, все планируемые расходы по проекту включаются в соответствующие статьи бюджета движения денежных средств отчетного периода.

В целях повышения оперативности финансового контроля технология бюджетирования может предусматривать составление бюджета движения денежных средств в двух формах: по направлениям деятельности, включающей поступления и

расходы, и по центрам ответственности.

Если в холдинге выбран принцип формирования бюджета движения денежных средств по центрам ответственности, то все доходы в бюджете должны группироваться и распределяться именно по этой форме.

Таким образом, применение принципа организации финансового планирования по центрам ответственности позволяет распределять инвестиционные статьи затрат по разным центрам, не выделяя их в отдельный раздел бюджета движения денежных средств. Очевидно, что планирование и контроль инвестиционной деятельности при такой форме баланса движения денежных средств управляющей компании осуществлять будет значительно сложнее.

По оценкам специалистов [4; 8; 9], построение системы отчетности в области инвестиционной деятельности в холдинговых структурах целесообразно осуществлять по периодичности составления, по отдельным бизнес-единицам и холдингу в целом, а также по инвестиционным проектам. Причем отчетность по инвестиционным проектам может быть сформирована в разрезе отдельных бизнес-единиц, так и консолидирована по холдингу (периодическая и годовая) и детализирована в зависимости от организации управленческого учета по каждому проекту.

На основе сравнения величины требуемых капитальных вложений с прогнозируемыми доходами во времени управляющая компания может выявить амплитуду колебаний этих величин и оценить уровень риска инвестиций. При этом разрабатываются различные варианты осуществления инвестиций, отражающих зависимость ставки доходности от уровня риска, а также обосновываются схемы финансирования инвестиционных проектов (лизинг, банковский кредит и т.д.).

Таким образом, организация финансового планирования инвестиций по центрам ответственности позволяет распределять инвестиционные статьи затрат и доходов по разным центрам, не выделяя их в отдельные разделы бюджета движения денежных средств. Поэтому важно, чтобы практика составления инвестиционных бюджетов предусматривала его разработку в двух самостоятельных формах: в форме бюджета движения денежных средств и в форме бюджета доходов и расходов. Построение системы отчетности в области инвестиционной деятельности

в холдинге целесообразно осуществлять по периодичности составления, уровням (бизнес-единицам, холдингу в целом), инвестиционным проектам.

**Библиографический список**

1. Бочаров В.В. Коммерческое бюджетирование: учеб. для вузов. СПб.: Питер, 2003. 368 с.
2. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы: учеб. для вузов. СПб.: Питер, 2004. 378 с.
3. Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг. СПб.: Питер, 2004. 394 с.
4. Гончарук О.В., Кныш М.И., Шопенко Д.В. Управление финансами предприятий: учеб. пособие. СПб.: Дмитрий Буланин, 2002. 264 с.

5. Друзь И.А. Долговое финансирование инвестиционной деятельности предприятия: автореф. дис. ... канд. экон. наук. СПб., 2005, 18 с.

6. Медведко Д.В. Модель построения инвестиционного бюджета в холдинговых структурах // Финансовый менеджмент. 2004. № 5. С. 43–58.

7. Плотников В.С., Шестаков В.В. Финансовый и управленческий учет в холдингах / под ред. В.И. Бариленко. М.: Изд. дом ФБК-ПРЕСС, 2004. 336 с.

8. Псарева Н.Ю. Холдинговые отношения: теоретические и методические аспекты. М.: Изд. дом «Высшее образование и наука», 2003. 124 с.

9. Шиткина И.С. Холдинги. Правовой и управленческий аспекты. М.: ООО «Городец-издат», 2003. 368 с.

*Ekonomika v promyshlennosti = Economy in the industry*  
 2015, no. 1, Vol. 25 – January – March, pp. 82 – 87  
 ISSN 2072-1633

**Implementation of the system  
of financial support of investment projects  
in the holding managing company**

*A.V. Vlasov* – Private Educational Institution of Higher Professional Education Moscow, S. Witte University Russian Federation, 2nd Kozhukhovskiy proezd, 12 (1), 115432 Moscow, Russia nice sashaalexander@list.ru

**Abstract.** The paper deals with theoretical approaches to the development of a system to ensure investment projects in the managing company. Based on the chosen model of financing and lending of business and investment activities the recommendations for improving investment planning in business units of the holding are given. Considered are necessary measures to mobilize resources for the financial support of investment projects, a model is created how to organize investment budgets holding business units. The paper applies methodological approaches to optimize the capital structure using evaluation reporting system in the field of investment activity. The technique of attracting borrowed funds is described, which allows to determine directions of development of the investment projects financial support, and to develop a model of investment budgets of the business units. The results obtained can be used in the organization of financial investment planning and construction of the accounting system in the field of investment activity in the holding.

**Keywords:** reproduction, comparability, covariance, the average, capitalization, rank, self-financing, Modigliani-Miller.

**References**

1. Bocharov V.V. *Kommercheskoe byudzhetirovanie* [Commercial budgeting] *Ucheb. dlya VUZov*. St. Petersburg: *Piter*, 2003. 368 p. (In Russ).

2. Bocharov V.V., Leont'ev V.E. *Korporativnye finansy*. [Corporate finances] *Ucheb. dlya VUZov*. St. Petersburg: *Piter*, 2004. 378 p. (In Russ).

3. Bocharov V.V. *Finansovyi inzhiniring*. [The Financial Engineering] St. Petersburg: *Piter*, 2004. 394 p. (In Russ).

4. Goncharuk O.V., Knysh M.I., Shopenko D.V. *Upravlenie finansami predpriyatii*. [Financial management of enterprises] *Uch. posobie*. St. Petersburg: *Dmitrii Bulanin*, 2002. 264 p. (In Russ).

5. Druz' I.A. *Dolgovoe finansirovanie investitsionnoi deyatel'nosti predpriyatiya* [Debt financing of the investment activity of the enterprise]. Avtoref. diss. ... kand. ekon. nauk. SPb., 2005, 18 p. (In Russ).

6. Medvedko D.V. Model of construction investment budget in holding structures... *Finansovyi menedzhment*. 2004. no. 5. Pp. 43–58. (In Russ).

7. Plotnikov V.S., Shestakov V.V. *Finansovyi i upravlencheskii uchet v kholdingakh* [Financial and Management Accounting in holdings]/ Pod red. V.I. Barilenko. Moscow: *Izd. Dom FBK-PRESS*, 2004. 336 p. (In Russ).

8. Psareva N.Yu. *Kholdingovye otnosheniya: teoreticheskie i metodicheskie aspekty*. [Holding relationship: theoretical and methodological aspects]. Moscow: *Izd. Dom «Vysshee obrazovanie i nauka»*, 2003. 124 p. (In Russ).

9. Shitkina I.S. *Kholdingi. Pravovoi i upravlencheskii aspekty*. [Holdings. Legal and administrative aspects] Moscow: ООО «Городец-издат», 2003. 368 p. (In Russ).

**Information about authors:** College Instructor.