Концепции денежных потоков и их реализация в управлении активами предприятия

© 2012 Н.А. Алексеева
доктор экономических наук, профессор
Ижевская государственная сельскохозяйственная академия
E-mail: 497477@mail.ru

Систематизированы концепции денежных потоков, подробно рассмотрена концепция разных типов управления оборотным капиталом предприятия. Обоснован новый тип стратегической финансово-экономической политики управления оборотным капиталом.

Ключевые слова: денежный поток, стратегическая финансово-экономическая политика управления оборотным капиталом, управление капиталом.

Для выработки эффективной финансово-экономической политики важно знать концептуальные основы управления денежными потоками на предприятии. Под концепциями денежных потоков понимаются общие методологические положения, состоящие из принципов формирования, анализа и проектирования денежных потоков, раскрывающие сущность и специфику движения и управления денежными средствами предприятия, и соответствующий им методический инструментарий. В российской практике управления различные концепции денежных потоков только начинают формироваться. Поэтому с самого начала важно определить место и роль концепций денежных потоков в системе организационно-управленческих отношений предприятия.

Управление денежными потоками относится к финансовому менеджменту. Поэтому концепции денежных потоков - часть фундаментальных основ финансовой науки, таких же, как: концепция временной ценности денежных ресурсов; концепция компромисса между риском и доходностью; концепция стоимости капитала; концепция эффективности рынка капитала; концепция асимметричности информации; концепция агентских отношений; концепция альтернативных затрат; концепция временной ограниченности функционирования хозяйствующего субъекта, имущественной и правовой обособленности хозяйствующего субъекта; концепция денежных оттоков; концепция фактора ликвидности; концепция управления оборотными активами; и др.

Предлагаем следующую структуру концепций финансового менеджмента, в которой собственно концепция денежных потоков занимает свое место (см. рисунок).

Рис. Основные концепции финансового менеджмента на уровне предприятия

По степени обобщения экономических отношений концепции денежных потоков предприятия, имущественной и правовой обособленности, временной ограниченности функционирования хозяйствующего субъекта являются однопорядковыми, поэтому на рисунке они выделены в единый блок.

Концепция денежных потоков предприятия означает, что каждая хозяйственная операция создает соответствующий денежный поток, который подлежит оценке в перспективном или ретроспективном периоде. Концепция временной ограниченности функционирования хозяйствующего субъекта исходит из предположения, что, однажды возникнув, предприятие будет функционировать в течение неопределенно долгого периода времени. Эта концепция служит основой стабильности и предсказуемости поведения предприятия на рынке, сравнения состояния предприятия в сопоставимых ценах за разные анализируемые периоды. Концепция имущественной и правовой обособленности хозяйствующего субъекта означает, что каждое предприятие представляет собой имущественно обособленный от других предприятий и от собственников комплекс, закрепленный на праве собственности. Если между хозяйствующими субъектами нет особых договорных отношений, они не отвечают по обязательствам друг друга.

Второй уровень концепций в финансовом менеджменте представлен двумя концепциями: временной стоимости денег и проектного анализа. Основной концепцией считается концепция временной стоимости денег как универсального измерителя стоимости всех ресурсов, поступающих на предприятие и расходующихся в разное время. В основе концепции лежит следующий основной принцип: денежная единица сейчас стоит больше, чем денежная единица, которая будет получена в будущем. То есть деньги теряют часть своей стоимости с течением времени (дисконтируют), и это может происходить по разным причинам: инфляция, риски, рост альтернативных возможностей бизнеса и др.

Из концепции временной ценности денег с очевидностью следует, что нельзя суммировать разновременные денежные потоки, связанные с инвестиционными затратами. Следовательно, должна быть методология сопоставимости разновременных денежных потоков - методология компаудирования и дисконтирования денежных потоков.

Данное замечание не относится к простому суммированию денежных средств, проводимому, например, в ходе финансового контроля использования денежных средств или при подведении итогов финансового года в бухучете.

В проектном анализе происходит разделение денежных потоков предприятия по различным инвестиционным проектам и оценка данных потоков осуществляется дифференцированно и преимущественно в ожидаемом периоде. Под проектом понимают:

- во-первых, дело, деятельность, мероприятие, обеспечивающее достижение определенных целей, нуждающееся в ресурсах - финансовых, материальных, трудовых, приносящее доход;
- во-вторых, систему организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий, т.е. план;
- в-третьих, бизнес-линию как совокупность прав собственности, долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального и универсального имущества, технологий, а также контрактов (по закупке ресурсов, аренде имущества, найму работников и сбыту продукции), которые обеспечивают возможность организации получать определенные доходы.

В рамках проектного анализа аналитик должен владеть финансово-экономическим инструментарием анализа и оценки денежных потоков: мерой стоимости, мерой времени и мерой альтернативной стоимости. Так, сравнение входных и выходных денежных потоков по проекту с целью определения их эффективности возможно только в стоимостных показателях. Стоимостный эквивалент входных потоков называется затратами (расходами), выходных потоков - выгодами (доходами). Следовательно, стоимостное измерение денежных потоков есть важнейшее проявление сущности финансово-экономического инструментария оценки денежных потоков.

Другим измерителем денежных потоков является время. И затраты, и выгоды проекта относятся к определенному временному интервалу. Временной фактор наиболее важен в оценке стоимости денег, порой даже более важен, чем размеры денежных сумм и уровень доходности операций. Влияние временного фактора многократно усиливается в периоды инфляции. Особенно значимость временного фактора возрастает в проектном анализе будущих хозяйственных операций в долгосрочном периоде, когда необходимо принимать решения финансового характера с учетом альтернатив использования ресурсов организации.

К третьему измерителю следует отнести альтернативную стоимость. Под альтернативной стоимостью необходимо понимать стоимость (ценность) наилучшей из отвергнутых альтернатив использования ресурсов предприятия. Действительно, выбирая конкретный вариант проекта,

мы отвергаем остальные, и "платой" за это решение является отказ или упущенная выгода от их несовершившейся реализации.

Тройственная сущность финансово-экономического инструментария проектного анализа денежных потоков предоставляет возможность корректно сравнить величины денежных потоков, особенно в долгосрочном периоде, всесторонне и глубоко рассмотреть деятельность предприятия в будущие периоды, определить наиболее эффективные направления использования ресурсов. Благодаря проектному анализу денежных потоков предприятие перестает быть "черным ящиком" и предстает как экономическая система (или как комплекс взаимосвязанных элементов и бизнес-процессов). В проектном анализе участвуют все службы предприятия: планово-экономические, финансовые подразделения, бухгалтерия, торгово-закупочные, сбытовые, маркетинговые, юридические и другие подразделения, а также внешние консультанты.

Третий уровень концепций охватывает более конкретные концептуальные положения, которые помогают лучше уяснить сущность более фундаментальных концепций. К ним, в частности, относится концепция компромисса между риском и доходностью. Ее смысл состоит в том, что, принимая решение об инвестировании капитала, предприниматель несет определенные риски, так как любое перспективное решение финансового характера имеет вероятностную природу. Связь между уровнем риска и уровнем доходности прямая. Чем выше ожидаемая доходность, тем выше риск. Концепция содержит методический инструментарий для оценки степени вероятности получения (или не получения) ожидаемого результата при систематических и несистематических рисках. Расчеты и оценка риска должны базироваться на статистических данных, а сама вероятность представляется в виде некоего распределения возможных исходов ситуации. Концепция содержит также разработку мероприятий по снижению предпринимательских и финансовых рисков.

Большинство финансовых операций предполагают наличие источников финансирования. Бесплатных источников финансирования практически нет. Мобилизация и обслуживание того или иного источника капитала обходятся предприятию в определенную сумму, относительное выражение которой и есть цена капитала.

При принятии решения об инвестировании денежных средств предприниматель должен оценить множество альтернативных вариантов инвестирования. Окончательный выбор того или иного варианта зависит от цены источников капитала, которая в свою очередь зависит от того, насколько сложившаяся конъюнктура финансового рынка соответствует понятиям эффективного рынка. Под эффективностью рынка понимается уровень его информационной насыщенности и доступности информации участникам рынка. Выделяют три формы эффективности рынка: слабую, умеренную и сильную. В условиях слабой формы эффективности цены на акции отражают лишь динамику цен предшествующих периодов. Умеренная эффективность рынка означает, что текущие цены отражают не только прошлые тенденции изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию. Сильная форма эффективности рынка означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, доступ к которым ограничен.

Концепция фактора ликвидности предполагает объективную оценку намечаемых объектов инвестирования с учетом возможности их скорейшей реализации в случае изменившейся конъюнктуры финансового рынка с минимальными финансовыми потерями. Методический инструментарий концепции содержит расчет уровня премии за ликвидность, который принимается в расчет при корректировке будущих денежных потоков.

Различное действие фактора ликвидности объясняется концепцией асимметричности информации, которая также тесно связана с концепцией эффективности рынка. Разные участники рынка владеют разной информацией, недоступной для иных участников. Каждый участник рынка надеется, что только он обладает эксклюзивной информацией, которая поможет ему принять эффективное решение.

От концепции альтернативных затрат неотделима концепция денежных оттоков, так как, вкладывая капитал в определенное дело, предприниматель надеется не только возместить понесенные издержки, но и получить прибыль. Оценка этой прибыли и есть предмет концепций альтернативных затрат и денежных оттоков.

На предприятиях со сложной разноуровневой структурой управления возникает необходимость делегирования полномочий, например, собственниками компании непосредственным исполнителям. Так возникают агентские отношения. Концепция агентских отношений означает, что существует разрыв между функцией распоряжения собственностью и функцией текущего исполнения и контроля за активами и обязательствами. При этом могут появляться определенные противоречия между интересами собственников и наемных управляющих, влеку-

Таблица 1. **Сводная характеристика концепций управления активами и пассивами и критерии их оценки**

Концепция	Критерии оценки концепции	Краткая характеристика концепции
Идеальная	*ВА*-(*СК*–*ДП*)–0	Долгосрочные активы формируются за счет собственного капитала и долгосрочных кредитов. Оборотные активы, имеющие высокую скорость обращения, - только за счет краткосрочных источников. В такой модели слишком низка маневренность управления ресурсами, соответственно, высока вероятность риска ликвидности. Эти особенности делают данную модель нереальной и нецелесообразной из-за большой длительности оборота текущих активов
Кризисная	*ВА*>*СК*; *ОА*<*КП*; *КП*> или ≈ (*СК*+*ДП*)	Собственный капитал предприятия минимален, его недостаточно для финансирования не только оборотных активов, но и внеоборотных активов. Основными источниками финансирования являются кредиторская задолженность, краткосрочные кредиты и займы. Долгосрочные пассивы отсутствуют или минимальны
Стратегическая	*ДП*> *КП*; *ДП*+*КП*>*СК*; (*ВА*+0,75*ОА*-*ДП*)/*ВБ* → 0, где *ВБ* - валюта баланса	Внеоборотные активы и большая часть оборотных активов (вся системная часть и часть варьируемых активов) финансируются за счет долгосрочного капитала. Предприятие реализует крупный инвестиционный проект и создает предпосылки для накопления собственного капитала. На данном этапе собственный капитал и краткосрочные пассивы незначительны и предназначены для мобилизации части варьируемого оборотного капитала
Агрессивная	*ДП*<*КП*; *ОА*>*КП*; (*ДП*+*КП*-*СК*)/*ВБ* ≈ 0 или >0	Данный тип политики предполагает формирование внеоборотных активов и постоянной системной части оборотных активов за счет долгосрочных источников финансирования и варьируемой части оборотных активов за счет краткосрочных источников. Краткосрочные обязательства больше долгосрочных пассивов, но меньше оборотных активов. Поэтому данная модель сопровождается также высоким риском ликвидности, но значительно меньшим, чем в "идеальной" модели
Умеренная	*КП*<*ДП*; (*КП*-*ДП*)/*ВБ* → 0; (*СК*-*ДП*)/*ВБ* → 0; ((*ВА*+0,75*ОА*)-(*СК*+*ДП*))/*ВБ* → 0	Данный тип политики является наиболее жизнеспособным. В его основе находится принцип: определенная часть варьируемых оборотных активов (например, до 50 %) должна финансироваться за счет краткосрочных пассивов. Оставшаяся часть варьируемых оборотных активов и внеоборотные активы должны финансироваться за счет собственного капитала и долгосрочных пассивов
Консервативная	*ДП*+*КП*<*СК*; (*ДП*+*КП*)/*ВБ* → 0; (*ДП*+*КП*-*СК*)/*ВБ*<0	И системная часть, и варьируемая часть оборотных активов обеспечиваются за счет собственного капитала. Долгосрочные и краткосрочные пассивы минимальны. В этом случае риск ликвидности минимален, но такой подход управления активами и пассивами труднореализуем и низкоэффективен

щие так называемые агентские издержки. Величина агентских издержек должна учитываться при принятии решений финансового характера.

В течение последнего десятилетия возникла область исследования, связанная с анализом реальных опционов. Понятие опциона с финансового рынка и ценных бумаг распространилось на инвестиционные проекты и предприятия в целом. Теория говорит о том, что, если инвестиционный проект рассчитан на инвестирование в течение всего жизненного цикла проекта и, реализуя инвестиционный проект, компания принимает решения по поводу всего объема инвестиций, то теория опционов рассматривает возможность инвестирования в отдельные фазы бизнеса и вложение последующих инвестиций в бизнес зависит от достигнутых результатов на предыдущих фазах. Каждую из фаз бизнеса можно рассматривать как приобретение опциона на инвестирование будущей фазы проекта.

Таким образом, переход к рыночной экономике возлагает ответственность за управление капиталом на саму организацию. Возрастает значение эффективного управления именно оборотными активами и особенно денежными средствами как наиболее мобильной и дефицитной частью капитала. Эффективное управление денежными средствами в краткосрочном периоде зависит от оптимизации соотношений оборотного капитала, чистой прибыли, чистого денежного потока и текущих обязательств. В стратегическом аспекте эффективность управления денежными активами зависит от более глобальных соотношений: объема и структуры оборотных средств, внеоборотных активов, собственных источников капитала и резервов и всех обязательств организации, необходимых для обеспечения нормального хода производственного процесса, ликвидности баланса и финансовой устойчивости предприятия и реализации целей развития организации. Эти зависимости рассматриваются в рамках концепции управления оборотным капиталом.

Вопрос определения специфики концепций управления оборотными активами является открытым, что связано с дельнейшим развитием методологии и методик оценки капитала организации. На сегодня выделяют шесть концепций управления оборотными активами: “идеальную”, стратегическую, агрессивную, консервативную, умеренную, кризисную. Рассмотрим их особенности через призму формирования денежных потоков.

Все концепции базируются на главных принципах управления: состав привлекаемых финансовых ресурсов (собственных или заемных) зависит от характера оборота активов, в каждый момент времени сумма источников финансирования соответствует размеру активов.

Все активы организаций подразделяются на внеоборотные активы (*ВА*), которые имеют длительный срок обращения, и оборотные текущие активы (*ОА*), величина которых меняется на протяжении производственно-коммерческого цикла. Считается, что источником финансирования внеоборотных активов являются собственный капитал (*СК*) и часть долгосрочных пассивов (*ДП*), источником оборотных текущих активов - краткосрочные кредиты и займы, кредиторская задолженность или краткосрочные пассивы (*КП*).

Баланс активов и источников их финансирования базируется на уравнении

$$ВА + ОА = СК + ДП + КП.$$

В табл. 1 представлена сводная характеристика всех концепций управления активами и пассивами.

На основе балансовых уравнений предлагаются основные критерии оценки того или иного вида концепции управления оборотными активами. Вид концепции определяется при условии выполнения всех неравенств.

Рассмотрим порядок определения вида финансово-экономической политики на условно взятом предприятии. В табл. 2 приведены исходные данные баланса предприятия за три года. В табл. 3 рассчитаны балансовые пропорции, соответствующие тому или иному виду финансово-экономической политики.

Соблюдение всех балансовых ограничений было в 1-м году при реализации консервативной финансово-экономической политики, во 2-м году при агрессивной финансово-экономической политике, в 3-м году предприятие находилось в условиях кризисной политики управления оборотными активами.

Выбор концепции управления оборотными активами зависит от многих факторов: характера основной деятельности, уровня рентабельности, состояния финансовой дисциплины, кредитной

Таблица 2. Исходные данные баланса предприятия, тыс. руб.

Год	Внеоборотные активы (*ВА*)	Оборотные активы (*ОА*)	Собственный капитал (*СК*)	Долгосрочные пассивы (*ДП*)	Краткосрочные пассивы (*КП*)
1	12 172	25 958	20 302	5730	12 098
2	12 526	28 940	19 151	4783	17 532
3	19 074	12 057	130	1463	29 538

Таблица 3. **Пропорции, соответствующие типам финансово-экономической политики управления оборотными активами**

Тип финансово-экономической политики и балансовые уравнения	1-й год	2-й год	3-й год
1. Идеальная концепция			
ВА-(*СК*+*ДП*)=0	-13 860	-11 408	17 481
2. Кризисная концепция			
ВА-*СК*>0	-8130	-6625	**18 944**
ОА -*КП*<0	13 860	11 408	**-17 481**
КП> или ≈ (*СК*+*ДП*)	-13 934	-6402	**27 945**
3. Стратегическая концепция			
ДП -*КП*>0	-6368	-12 749	-28 075
ДП+*КП*- *СК*>0	-2474	3164	3164
(*ВА*+0,75*ОА*-*ДП*)/*ВБ* → 0	0,679	0,710	0,856
4. Агрессивная концепция			
ДП- *КП* <0	-6368	**-12 749**	-28 075
ОА-*КП* >0	13 860	**11 408**	-17 481
(*ДП*+*КП*-*СК*)/*ВБ* ≈ 0 или >0	-0,064	**0,076**	0,991
5. Умеренная концепция			
КП- *ДП* <0	6368	12 749	28 075
(*КП*-*ДП*)/*ВБ* → 0	-0,167	-0,307	-0,902
(*СК*-*ДП*)/*ВБ* → 0	0,382	0,346	-0,043
((*ВА*+0,75*ОА*)-(*СК*+*ДП*))/*ВБ* → 0	0,147	0,248	0,852
6. Консервативная концепция			
ДП+*КП*- *СК* <0	**-2474**	3164	30 871
(*ДП*+*КП*)/*ВБ* → 0	**0,468**	0,538	0,995
(*ДП*+*КП*-*СК*)/*ВБ*<0	**-0,06**	0,076	0,991

политики поставщиков, деловой активности хозяйствующего субъекта, уровня его финансового менеджмента, общего состояния экономики и др.

В концепции управления оборотными активами фокусируются ключевые факторы всех концепций, связанных с управлением денежными потоками. Классификация типов финансово-экономической политики позволит инвесторам лучше ориентироваться в тенденциях развития предприятий и прогнозировать риски их хозяйственной деятельности.

1. *Алексеева Н.А.* Концепции управления оборотными активами в птицеводстве в Удмуртской Республике // Проблемы региональной экономики. 2011. □ 1 - 3. С. 239-245.

2. *Алексеева Н.А., Завьялова А.В.* Концепции управления денежными потоками // Научное обеспечение развития АПК в современных условиях: материалы Всерос. науч.-практ. конф. (15-18 февр. 2011 г.). В 3 т. Т. 1 / ФГБОУ ВПО Ижевская ГСХА. Ижевск, 2011. С. 222-227.

3. *Ковалев В.В.* Практикум по финансовому менеджменту: конспект лекций с задачами. М., 2004.

4. *Кузнецова О.В.* Определение эффективной структуры баланса в кластерах рыбоводства // Рос. предпринимательство. 2012. □ 15 (213).

5. *Тимофеева Т.В.* Анализ денежных потоков предприятия: учеб. пособие. 3-е изд., перераб. и доп. М., 2010.

6. Финансы сельскохозяйственных предприятий / М.Л. Лишанский [и др.]; под ред. М.Л. Лишанского. М., 2004. С. 188.

Поступила в редакцию 01.10.2012 г.