

ИСТОКИ И РАЗВИТИЕ КОНЦЕПЦИИ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Рассмотрены концепции денежных потоков в развитии: от истоков до настоящего времени во взаимосвязи с протекающими в экономике и хозяйственной жизни государств процессами. Определён универсальный метод оценки стоимости как организаций, так и распространённых сегодня групп компаний, в основе которого лежит актуальная концепция дисконтирования денежных потоков.

Ключевые слова: денежные средства, денежные потоки, концепции денежных потоков, дисконтирование, оценка стоимости экономического субъекта.

Денежный поток представляет собой многосложное экономическое явление и выполняет одну из главных ролей в получении финансового результата. Он на протяжении нескольких столетий является предметом интересов многих исследователей.

Исторически первой концепцией, абсолютизовавшей денежную форму богатства, была монетаристская концепция, уходящая корнями в ранний меркантилизм (последняя треть XV века – начало XVI века). Для монетаризма характерно отождествление богатства нации с деньгами и денежной массой: государство считалось тем богаче, чем больше денег оно имеет. По мере завершения процессов образования абсолютистских государств, т. е. со второй половины XVI века, в экономической теории наблюдается перенос акцентов с внешней формы проявления богатства к его внутренней природе. Пришло понимание того, что сущностью богатства является растущая стоимость, и источники его происхождения следует искать в хозяйственной среде.

Свойство вовлечённых в хозяйственный оборот денег возвращаться с дисконтом привело к появлению теории капитала, авторство которой принадлежит классической школе политической экономии и, прежде всего, К. Марксу. В соответствии с классической теорией, капитал представляет собой самовозрастающую стоимость, движение и метаморфоз которой связывают все вещественные формы капитала в единое целое.

Последующее развитие теории капитала привело к появлению разнообразных трактовок: объективных и субъективных, социально-психологических, социально-классовых и многих других [1]. Одна из них — денежная или монетаристская трактовка (Чикагская школа и её идеолог М. Фридмен) исходит из того, что товарно-денежные потоки являются главной формой движения капитала, следовательно, именно они должны быть основным объектом государственного регулирования.

Возвращаясь к концепции денежного потока, отметим, что по мере формирования финансового менеджмента как самостоятельной области знаний (конец 50-х – начало 60-х годов XX века) эта концепция стала одной из базовых. В соответствии с ней, находящиеся в постоянном движении деньги образуют денежный поток со своими параметрами.

Оценка этого денежного потока предполагает:

- его идентификацию, определение его продолжительности и вида;

- выявление факторов, определяющих величину элементов денежного потока;
- выбор коэффициента дисконтирования, позволяющего сопоставить элементы потока, генерируемые в различные моменты времени;
- оценку риска, связанного с данным потоком, и определение способа его учёта.

Второй параметр концепции денежного потока объединяет её с другой базовой концепцией финансового менеджмента — концепцией временной стоимости денежных ресурсов. Смысл временной стоимости состоит в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Эта неравноценность определяется действием трёх основных причин:

1. Инфляция денежного потока. Происходящее в условиях инфляции обесценивание денег вызывает естественное желание разместить их в качестве доходного вложения, и объясняет, почему различаются деньги, имеющиеся в наличии и ожидаемые к получению.

2. Риск неполучения ожидаемой суммы. Любой проект, предполагающий поступление денежного потока в будущем, имеет ненулевую вероятность быть неисполненным вовсе или исполненным частично.

3. Оборачиваемость денежного потока. Находясь в обороте, денежные средства генерируют доход, возвращаясь к владельцу после каждого кругооборота с искомым приростом.

Развитие базовых концепций финансового менеджмента привело к появлению в XX веке концепции повышения стоимости бизнеса, в рамках которой денежный поток рассматривается как важнейший источник генерирования корпоративной стоимости. В зависимости от используемых измерителей, под корпоративной стоимостью понимают:

- стоимость акций, умноженную на их количество (рыночная стоимость);
- потоки денежных средств;
- прозрачность денежных потоков и финансовых результатов;
- инвестиционную привлекательность компании;
- наличие перспективных проектов.

Авторами концепции повышения стоимости бизнеса являются экономисты Мантиклиони (Италия) и Миллер (США). За её разработку авторы были удостоены Нобелевской премии. На сегодняшний день в активах экономистов имеется несколько трактовок и разновидностей концепции:

- концепция повышения стоимости бизнеса;
- теория ценности фирмы;
- концепция стоимости бизнеса;
- теория управления стоимостью компании;
- концепция маркетинга, ориентированного на стоимость;
- концепция стоимость-ориентированного управления;
- концепция цепочки факторов создания стоимости;
- концепция «акционерной стоимости».

В менеджменте идеология стоимостного управления (VBM — Value-Based Management) применяется лишь последние 15–20 лет. Причём в настоящий момент

на Западе, по оценкам специалистов, подобный подход используют уже около трети компаний.

Появление идеологии стоимостного управления стало следствием усиления стратегических акцентов во внутрифирменном менеджменте, в свете которых приоритетна не столько прибыль, сколько источники генерирования стоимости, в числе которых особое место отводится денежному потоку. Рост стоимости обуславливает возможность расширенного воспроизводства, увеличивает потенциал бизнеса, повышает конкурентоспособность, способствует увеличению доли на рынке, повышает статус компании. Помимо арифметического роста факторов производства в этом случае возникает синергический эффект, или эффект масштаба, в результате которого за счёт относительной экономии на условно-постоянных расходах возникает дополнительная прибыль.

Последующее усиление стратегических акцентов в менеджменте обусловило появление концепции дисконтирования денежных потоков, или концепции DCF (Discounted Cash Flow), которую именуют финансовой «теорией относительности». Она возникла в экономической науке и пополнила активы финансового менеджмента в XX веке [2]. Согласно данной концепции единица денег (а деньги являются «всеобщим эквивалентом»), по сути, никогда не равна самой себе или номиналу.

Стоимостное выражение любого актива, в том числе денежной единицы, зависит от ряда обстоятельств:

- момента времени, когда этот актив попадёт к получателю;
- вероятности его поступления по назначению;
- вида актива, стоимость которого он выражает;
- экономического окружения в тот или иной временной период и т. д.

Одним из ключевых моментов концепции DCF являются два определения понятия «будущий денежный поток»:

1) разность между притоками и оттоками денежных средств, то есть положительное сальдо по отчёту о движении денежных средств (с различными корректировками по разным источникам);

2) разность между доходами и расходами плюс амортизация (хотя относительно необходимости учёта последней нет единого мнения), то есть денежный поток — это чистая прибыль плюс (возможно) амортизация.

При определении величины денежного потока в будущих временных интервалах возникает необходимость дисконтирования. Согласно концепции DCF, это обусловлено тремя главными причинами:

- наличие альтернативных возможностей инвестиций;
- инфляция;
- риски.

Первый фактор обусловлен существованием как рынков финансовых инструментов, так и рынков реальных инвестиций. Хотя ставки процентов на этих рынках подвержены существенным изменениям в будущем, данный фактор отражает влияние рыночной ситуации, сложившейся в данный момент, на процесс принятия решений.

Второй фактор является чисто экономическим явлением. Несмотря на подверженность уровня инфляции изменениям со временем, при принятии решения о выборе ставки дисконта учитывается сегодняшний уровень инфляции.

Третий фактор целиком и полностью обусловлен проявлением неопределённости будущих значений некоторых случайных параметров, то есть параметров, вероятное значение которых может быть выражено не конкретным и единственным числовым значением, а статистическими характеристиками (вероятностным распределением). Случайной величиной становится и зависимая величина — денежный поток.

Развитие основных постулатов концепции DCF предопределило появление целых разделов в теории финансов и возникновение многочисленных финансовых инструментов, с помощью которых финансовые посредники стали зарабатывать деньги. Концепция позволила также создать серьёзную методологическую основу для адекватной оценки активов в зависимости от тех или иных условий их формирования и использования.

Следует отметить, что на сегодняшний день не все принимают концепцию DCF. Одним из веских аргументов против неё является практический вопрос о том, куда же относить в учёте разность между дисконтированным и номинальным денежными потоками, так как неотражение этой разности будет противоречить концепции поддержания баланса активов и пассивов в любом учёте. Это нарушение влечёт за собой ещё ряд вопросов, например, неестественность получаемых результатов для проектов с большим временным горизонтом (более 25–30 лет). На счёт предприятия или в кассу поступают недисконтированные деньги, которые при отражении финансово-хозяйственной деятельности учитываются по их номинальной стоимости, никакие начисления к ним (включая дисконтирование) не производятся. В соответствии с российским стандартом бухгалтерского учёта, необходимо учитывать вероятностный характер лишь тех активов, которые связаны с будущими событиями и в отношении которых действует фактор неопределённости: дисконтирование здесь не предусмотрено.

Несмотря на противоречивые оценки концепции DCF, всеми специалистами признана необходимость оценивать денежные потоки в зависимости от различных факторов. Ни наука, ни практика уже не вправе отказаться от неё.

Итак, онтологическое исследование теоретических истоков денежного потока и его влияния на последующую эволюцию финансово-экономической мысли позволяет сформулировать цепочку взаимосвязанных и взаимообусловленных концепций:

- монетаристская концепция, относящаяся к раннему меркантилизму, в которой богатство нации отождествляется с денежной массой;
- теория капитала (классическая школа политической экономии), исходящая из того, что капитал (первоначально в денежной форме) есть самовозрастающая стоимость; при этом источником роста стоимости является хозяйственный оборот;
- развитие монетаристской концепции, с одной стороны, и теории капитала, с другой стороны, обусловило появление в XX веке денежной трактовки капитала (Чикагская экономическая школа), где товарно-денежные потоки абсолютизируются в главную форму движения капитала;

- концепция денежного потока, которая исходит из определяющей роли притоков и оттоков денежных средств в жизнедеятельности компании;
- концепция стоимостного управления или концепция VBM, где факт генерирования денежного потока выступает в качестве условия роста корпоративной стоимости;
- концепция дисконтирования денежных потоков, или концепция DCF, заложившая основу методологии расчёта и оценки денежного потока в зависимости от различных факторов, включая рост временного горизонта.

В рамках последней из названных концепций имеет место классический метод дисконтирования денежных потоков, как универсальный метод оценки стоимости не только организаций [3], но и групп компаний, появление и развитие которых является закономерным развитием экономических взаимоотношений в целях повышения конкурентоспособности субъектов хозяйствования.

Следует отметить, что денежный поток любого экономического агента интересен не сам по себе, а с позиции решаемых с его помощью проблем. Генерирование денежного потока позволяет окупать затраты и создавать прибыль, что обуславливает рост благосостояния, расширение потенциала, увеличение доли на рынке, повышение конкурентоспособности.

В этой связи, в последние годы в финансово-экономической науке и хозяйственной практике формируются различные методические подходы и целые концепции в отношении управления денежным потоком (оптимизационные модели Баумоля и Миллера-Орра, кэш-менеджмент, бюджетирование и т. д.), которые требуют отдельного изучения.

Литература

1. Егорова С. Е. Взаимосвязь концепции маркетингового анализа с основными аналитическими концепциями // Экономические науки. 2008. № 5.
2. Дедкова М. В. Онтологическое исследование теории капитализации // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2007. № 7 (33).
3. Солодов В. Определение денежного потока при оценке инвестиций // Финансовая газета. 2004. №15 (643).
4. Сорокина Е. М. Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики, 2002.

Об авторе(ах)

Гильмиярова Мария Рафиковна — ассистент кафедры учёта, анализа и налогообложения, финансово-экономический факультет, Псковский государственный университет, Россия.

E-mail: buh-gmr@yandex.ru

THE ORIGINS AND THE DEVELOPMENT OF THE CONCEPT OF CASH FLOW

The article discusses the concept of cash flow in development: from its origins to the present time in relation to the stem in the economy and the economic life of the processes. Defined universal method of valuation of both organizations and widespread today groups of companies having a current basis now concept of discounted cash flows.

Key words: *cash, cash flow, cash flow concept, discounting, valuation of the economic subject.*

About the author(s)

Gilmiyarova Maria Rafikovna — Postgraduate student, Assistant of Accounting, Analysis and Taxation Department, Finance and Economics Faculty, Pskov State University, Russia.

E-mail: buh-gmr@yandex.ru