

*На правах рукописи*

**МАКАРОВА АННА АЛЕКСАНДРОВНА**

**УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ ПОТОКАМИ  
В УСЛОВИЯХ ГОРИЗОНТАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННЫХ  
КОМПАНИЙ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва, 2010

Работа выполнена на кафедре экономики предпринимательства Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
**Новрузов Роман Беглярович**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
**Тумасянц Светлана Марксовна**

кандидат экономических наук, профессор  
**Сребник Борис Владимирович**

Ведущая организация: **Государственный университет управления**

Защита состоится «16» февраля 2010 г. в 12 часов на заседании диссертационного совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 226.003.01 при Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации по адресу: 109456, Москва, 4-й Вешняковский пр-д, д. 4, ауд. 113.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации.

Автореферат разослан «   » января 2010 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
кандидат экономических наук

В.М. Смирнов

# I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Развитие российских компаний определяет в большей степени такой фактор, как применение эффективных методов управления. Невозможно говорить об устойчивости финансового состояния компании в будущем, если отсутствуют прогрессивные методы принятия ключевых управленческих решений и не происходит повышения квалификации топ-менеджеров.

В условиях изменяющихся параметров внешней экономической среды, что характерно как для России, так и для мировых рынков в целом, огромное значение имеет гибкость предприятий, способность адаптироваться к происходящим изменениям и оперативно реагировать на них. Данные процессы приводят к организационным изменениям во взаимодействии субъектов экономики, что вызывает необходимость совершенствования системы управления предприятием, повышения эффективности хозяйственной деятельности, в том числе за счет изменения структуры и масштабов бизнеса – интеграции.

В результате интеграционных процессов происходит формирование и развитие холдинговых объединений, представляющих собой группу компаний, одна из которых – материнская – обладает достаточной степенью контроля над деятельностью других – дочерних – компаний для прямого или косвенного воздействия на принимаемые их руководством ключевые управленческие решения посредством различных инструментов контроля.

С учетом современных условий хозяйствования – ввиду экономического кризиса – большинство предприятий сталкивается с проблемой управления ликвидностью и поддержанием платежеспособности компании, следовательно, рационально организованная система управления денежными потоками становится не только решающим фактором для повышения стоимости бизнеса – для стабильно работающих компаний, но и обязательным условием для обеспечения и поддержания платежеспособности (ликвидности) – для компаний, находящихся в кризисной ситуации.

Разработка модели управления денежными потоками для холдинговых

объединений особенно актуальна ввиду того, что на современном этапе экономического развития России вопрос создания дочерних структур стал актуален для большинства российских предприятий. С учетом сложившегося мнения в экономической литературе, зачастую само существование дочернего или зависимого предприятия позволяет отнести данную группу компаний к холдинговому объединению.

Рассматривая холдинг как форму организации предпринимательской деятельности, необходимо отметить такие очевидные ее преимущества, как сочетание гибкости, мобильности отдельных дочерних компаний и в то же время крупного размера всего объединения, что положительно сказывается на технических возможностях, интеллектуальном потенциале всей компании, вероятности возникновения финансовых рисков и качестве всей системы управления. Но, несмотря на вышеизложенное, теоретико-методологические основы исследования денежных потоков в системе управления холдингом недостаточно рассмотрены, что влечет за собой возникновение проблемных ситуаций на практике, в частности: эффективная организация, регулирование и координация всего множества входящих и исходящих денежных потоков в рамках холдингового объединения.

**Степень разработанности проблемы.** Рассматривая степень научной разработанности проблемы исследования, следует констатировать, что на сегодняшний день существует ряд трудов отечественных и зарубежных авторов, освещающих теоретико-методологические основы исследования денежных потоков и посвященных практике управления денежными потоками предприятия и незначительное число работ по управлению денежными потоками в условиях холдинговых структур.

Исследованию проблем дефиниции, оценки и анализа денежных потоков предприятия посвящены работы ряда зарубежных авторов, среди которых можно выделить Л.А. Бернштейна, Ю. Бригхэма, Дж.К.Ван Хорна, Л. Гапенски, К. Друри, Б. Коласса, Б. Райана, Р. Райдера, Ж. Ришара, Д. Стоуна, Д.Г. Сигла, Ж. Перара, Д. Хана, К. Хитчинга, Э. Хелферта, Ш. Пратта, Дж. Фридмана, Ф.И. Эванса и др.

Разработки отечественных ученых-экономистов, посвященные исследо-

ванию природы денежных потоков, их регулирования и анализа, представлены трудами В.П. Астахова, И.Т. Балабанова, А.И. Балабанова, И.А. Бланка, С.В. Большакова, В.В. Бочарова, В. Галасюка, О.В. Ефимовой, В.В. Ковалева, А.М. Косого, М.Н. Крейниной, Н.А. Никифорова, Д.А. Новолодского, Г.В. Поляка, В.П. Привалова, Р.С. Сайфулина, Е.В. Сорокиной, Е.Н. Стояновой, Т.В.Тепловой, А.Д. Шеремета, Е.И. Шохина и др.

Отдельно стоит выделить российских ученых, занимающихся разработкой теоретических и методических основ формирования финансового механизма холдингов, таких как А.Р. Горбунов, В.В. Данников, В.Е. Дементьев, Г.Б. Клейнер, Д.С. Львов, Ю.В. Якутин и др.

Определяя степень разработанности проблемы эффективного управления денежными потоками в условиях холдинговых структур, следует констатировать, что при всем обилии научного материала и публикаций, посвященных управлению денежными потоками, остаются нераскрытыми вопросы, связанные с разработкой организационно-экономического механизма управления денежными потоками в условиях холдинга. Незавершенность этих вопросов приводит к отсутствию должного решения проблемы эффективного управления денежными потоками в условиях холдинговых структур, заключающейся в определении денежных потоков холдинга, разработке основных элементов организационно-экономического механизма управления денежными потоками, соотношении политики управления денежными потоками с максимизацией стоимости холдинга в исследуемом периоде, что и определило основную предметную часть данного диссертационного исследования.

**Цель диссертационной работы** заключается в разработке основных элементов системы управления денежными потоками для достижения ее большей эффективности в условиях холдинговых структур.

Для реализации указанной цели в работе были поставлены следующие **задачи**:

– раскрыть сущность и содержание экономической категории «денежные потоки»;

- исследовать факторы, характеризующие денежные потоки;
- рассмотреть детально виды денежных потоков предприятия в соответствии с разработанной автором классификацией;
- исследовать формирование денежных потоков в условиях горизонтально-интегрированных структур;
- определить методологические принципы разработки организационно-экономического механизма управления денежными потоками в условиях холдинговых структур;
- провести анализ финансового состояния исследуемых предприятий для разработки организационно-экономического механизма управления денежными потоками;
- провести анализ денежных потоков исследуемых компаний;
- разработать и описать модели финансового равновесия предприятия и модели регулирования остатков денежных средств;
- произвести оценку будущих денежных потоков компаний в условиях холдинговых структур;
- предложить систему критериев оценки эффективности управления денежными потоками холдингового объединения.

**Объектом исследования** выступают горизонтально-интегрированные холдинговые объединения на примере компаний-дистрибьюторов спортивной одежды, обуви и аксессуаров.

**Предметом исследования** является система управления денежными потоками холдинга и ее основные функции – анализ, планирование и прогнозирование.

**Теоретической основой** исследования послужили существующие базовые концепции теории денег, финансов и управления денежными потоками.

**Методологическую базу** исследования составляют экономическая теория, микроэкономика, экономический анализ, финансовый анализ, финансовый менеджмент, оценка бизнеса, стратегический менеджмент, а также методы анализа и синтеза, группировки и сравнения, моделирования, вероятностные, экономико-статистические, экспертные и другие методы экономических исследований.

**Информационную базу** исследования составляют нормативно-законодательные материалы, регулирующие процесс формирования и функционирования холдингов, практические данные о хозяйственной деятельности объекта исследования – бухгалтерская и управленческая отчетность, российская и зарубежная финансово-экономическая литература, материалы исследований, отраженные в периодических изданиях (журналах, сборниках), а также информация, публикуемая на официальных сайтах в сети Интернет, собственные расчеты автора и другие источники информации.

**Научная новизна диссертационного исследования** состоит в разработке основных элементов организационно-экономического механизма управления денежными потоками в условиях холдинговых структур.

Научная новизна подтверждена следующими научными результатами, выносимыми на защиту:

- дано авторское определение понятия денежного потока на основе факторного анализа;
- разработана методика оценки финансовых рисков при управлении денежными потоками холдинга, основу которой составляют абсолютные и относительные показатели, такие как дисперсия и среднее квадратическое отклонение, отдельно для положительного и отрицательного денежного потока;
- предложена модифицированная модель финансового равновесия с целью повышения эффективности управления денежными потоками;
- разработан алгоритм расчета ставки дисконтирования денежного потока с учетом его пространственной составляющей;
- предложена система оценки эффективности управления денежными потоками компаний в условиях холдинговых структур, состоящая из совокупности основных и специфических критериев.

**Теоретическое значение результатов исследования.** Предложенный автором подход к формированию основных направлений политики управления денежными потоками компаний в условиях холдинговых структур, учитывающий специфику деятельности предприятия, уровень риска, степень ликвидно-

сти, пространственную и временную составляющую денежного потока, а также система критериев оценки эффективности проводимой политики управления денежными потоками может использоваться при организации системы финансового менеджмента на предприятиях.

Теоретические и методические положения по организации системы управления денежными потоками могут быть использованы при преподавании дисциплин «Экономический анализ», «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса».

**Практическая значимость исследования.** Основные предложения автора по разработке критериев оценки эффективности управления денежными потоками в условиях холдинговых структур, по описанию алгоритма расчета ставки дисконтирования с учетом пространственной составляющей денежного потока, по разработке модели регулирования остатка денежных средств для предприятий оптовой и розничной торговли использовались в политике управления денежными потоками холдингового объединения Sprandi, а также в организациях, занимающихся оптовой и розничной торговлей, таких как ООО «АСТ Реклама», ООО «Грейт», ООО «Софтрейд». Независимо от отрасли экономики эти рекомендации могут быть использованы и на других предприятиях среднего и крупного размеров.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования докладывались на международных научно-практических конференциях, таких как «Инновационный прорыв в развитии России и регионов» во Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации (Москва, 2006), «Тенденции развития современного общества: пути преодоления экономического кризиса» (Саратов, 2009) и «Экономический и социально-философский потенциал современного общества: возможности, тенденции, перспективы развития» (Саратов, 2009) в Саратовском государственном социально-экономическом университете.

По результатам исследования опубликовано 6 работ общим объемом 3,27 п.л. (весь объем авторский).

**Структура работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений и списка литературы.



Работа содержит 165 страниц, 18 рисунков, 4 диаграммы, 21 таблицу.

Введение

Глава 1. Теоретико-методологические основы исследования денежных потоков в системе управления холдингом

- 1.1. Сущность и содержание категории «денежных потоков» и их значение в финансовом менеджменте
- 1.2. Классификация денежных потоков и анализ факторов, характеризующих их
- 1.3. Формирование денежных потоков в условиях горизонтально-интегрированных структур

Глава 2. Организационно-экономический механизм управления денежными потоками в условиях горизонтально-интегрированных структур

- 2.1. Организация управления денежными потоками в условиях холдинговых структур
- 2.2. Анализ финансового состояния и денежных потоков предприятий как составляющая организационно-экономического механизма управления денежными потоками
- 2.3. Прогнозирование и планирование денежных потоков

Глава 3. Направления повышения эффективности управления денежными потоками холдинга

- 3.1. Оперативное управление денежными потоками на основе построения модели финансового равновесия предприятия и модели регулирования остатков денежных средств
- 3.2. Дисконтирование денежных потоков в условиях горизонтально-интегрированных структур
- 3.3. Оценка эффективности управления денежными потоками холдингового объединения

Заключение

Список использованной литературы

Приложения

## II. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Дано авторское определение понятия «денежный поток» на основе факторного анализа. В последние годы все больше ученых-экономистов уделяют внимание теории и практике управления денежными потоками, появилось большое количество трудов в области финансового анализа, финансового менеджмента, посвященных управлению стоимостью предприятия, оборотными активами и капиталом предприятий. Но, детальный анализ отечественных и зарубежных источников информации приводит к выводу о незавершенности и односторонности представления авторами понятия денежного потока.

Анализируя труды западных и отечественных ученых-экономистов, следует отметить, что большинство авторов придерживаются одного из двух подходов к толкованию понятия денежного потока:

1) денежный поток представляется статичным показателем, рассматривается в основном сальдо денежных средств как результат проведенных хозяйственных операций, и денежный поток может быть представлен в виде разницы между всеми денежными поступлениями и суммарными выплатами предприятия;

2) денежный поток представляется в виде динамического показателя и определяется как движение денежных средств за определенный период времени.

Первое приведенное определение не отражает содержания денежных потоков, их структуру, что может сказаться на качестве принимаемых руководством предприятия управленческих решений. Второе определение более полно отражает сущность денежных потоков, ведь функции денег в качестве средства платежа и средства обращения раскрываются только с учетом движения денежных средств.

Анализ трудов западных и отечественных ученых, а также проведенный автором в диссертационной работе анализ сущности денежного потока и характеризующих его факторов позволил предложить следующее его определение:

денежный поток представляет собой движение денежных средств и их эквивалентов в процессе хозяйственной деятельности предприятия, с учетом первичных факторов времени, пространства, риска и ликвидности.

Как следует из приведенного определения, факторы времени, пространства, риска и ликвидности, а также сама хозяйственная деятельность являются факторами первого порядка (рис. 1).

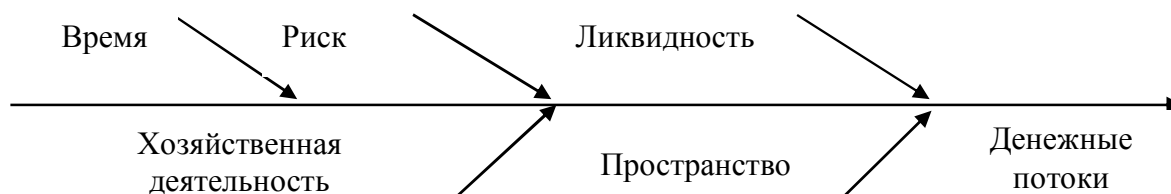


Рис. 1. Первичные факторы, характеризующие денежные потоки

**Разработана методика оценки финансовых рисков при управлении денежными потоками холдинга, основу которой составляют абсолютные и относительные показатели, такие как дисперсия и среднеквадратическое отклонение, отдельно для положительного и отрицательного денежного потока.**

Фактор риска является неотъемлемой составляющей при генерировании денежных потоков, соответственно, разработка методики оценки финансовых рисков при управлении денежными потоками приобретает большое значение.

С учетом позиции многих авторов относительно оценки финансовых рисков, автором для оценки фактора риска разработан модифицированный вариант методики, которая может быть представлена в виде последовательности следующих процедур.

1. Создается информационная база в разрезе основных аспектов, которые существуют при формировании денежных потоков на конкретном предприятии.

2. Определяются величина убытков, вызванных рисковыми ситуациями при управлении денежными потоками, и величина затрат по ликвидации рискованных ситуаций.

Для оценки величины убытков ( $У_p$ ) по рисковым ситуациям может быть использован абсолютный показатель, который определяется либо суммированием всех недополученных входящих денежных потоков и увеличенных исходящих денежных потоков или при наличии достаточных статистических данных по формуле:

$$У_p = \sum_{n=1}^N P_n \times У_n, \quad (1)$$

где  $P_n$  – вероятность возникновения  $n$ -й рискованной ситуации;  
 $У_n$  – расходы или потери, возникшие в результате  $n$ -й рискованной ситуации;  
 $N$  – общее количество рискованных ситуаций.

Использование только данного абсолютного показателя снижает базу сравнения фактора риска при рассмотрении альтернативных вариантов. Мы считаем, что для более точной оценки рисков необходимо дополнительно использовать относительные показатели, такие как дисперсия и среднее квадратическое отклонение отдельно для положительного и отрицательного денежного потока. Расчет их может быть произведен по следующим формулам:

$$\sigma^2 = \sum_{n=1}^N (ДП_n - \overline{ДП})^2 \times P_n, \quad (2)$$

где  $\sigma^2$  – дисперсия денежного потока,  
 $ДП_n$  – ожидаемый отрицательный или положительный денежный поток в зависимости от вида рассчитываемого показателя,  
 $\overline{ДП}$  – среднее значение отрицательного или положительного денежного потока,  
 $P_n$  – вероятность получения отдельных вариантов ожидаемого положительного или отрицательного денежного потока.

$$\sigma = \sqrt{\sum_{n=1}^N (ДП_n - \overline{ДП})^2 \times P_n}. \quad (3)$$

где  $\sigma$  – среднее квадратическое отклонение денежного потока.

Затраты ( $З_{лр}$ ) по ликвидации рискованных ситуаций представляют собой совокупность прямых затрат предприятия на предотвращение или ликвидацию рискованных ситуаций или при наличии статистических данных по следующей формуле:

$$З_{лр} = \sum_{n=1}^N P_n \times З_{лр_n}, \quad (4)$$

где  $З_{лр_n}$  – затраты предприятия на устранение рискованной ситуации.

Существенным условием для реализации данной методики является на-

личие информационной базы, позволяющей определить вероятность возникновения рисков ситуации при управлении денежными потоками предприятия при совершении определенных финансовых операций в заданном временном периоде.

**Предложена модифицированная модель финансового равновесия с целью повышения эффективности управления денежными потоками.**

Для совершенствования системы управления денежными потоками необходимо обратить внимание на финансовый цикл предприятия в целом. В целях оптимизации денежного оборота следует разработать модель финансового цикла конкретного предприятия, в результате руководство компании сможет определить периоды, в которых будет наблюдаться дефицит или излишек денежных средств, либо наступит состояние финансового равновесия.

Согласно устоявшемуся мнению в экономической литературе, финансовое равновесие представляет собой состояние, при котором эффективный спрос предприятия на денежные средства равен их акцептованному предложению в каждый момент времени в рассматриваемом временном интервале.

Для моделирования финансового цикла холдинга, дочерние предприятия которого занимаются оптовой и розничной торговлей, необходимо учитывать сложившуюся специфику расчетов в Российской Федерации для каждого из данных видов деятельности. Так, в розничной торговле не существует никаких авансов от покупателей, так же как и не предоставляется коммерческий кредит при реализации продукции. Следовательно, дебиторская задолженность возникает и инкассируется в один и тот же момент времени, т.е. считается равной нулю. С учетом позиции многих авторов относительно равновесного цикла торгового предприятия, автором представлен модифицированный вариант равновесного цикла розничного предприятия на рис. 2, где  $S(t)$  – стоимость (в разрезе закупочных цен) имеющихся товарных запасов у предприятия в момент времени  $t$ .

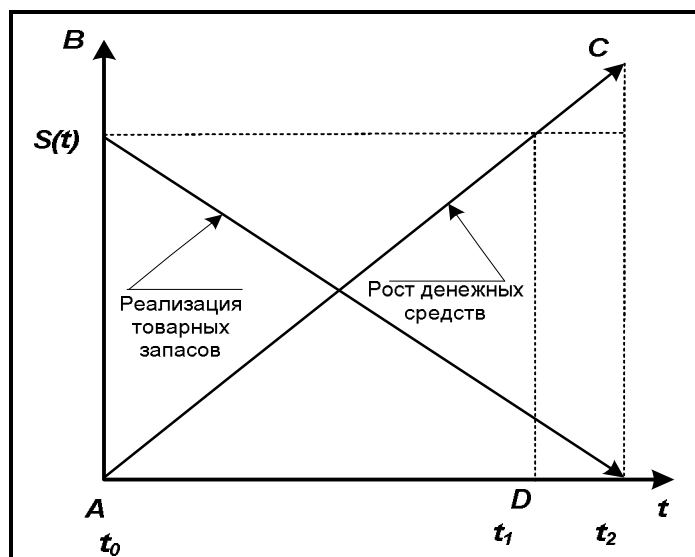


Рис. 2. Равновесный цикл организации розничной торговли

В оптовой торговле – причем речь идет о торговле такими товарами, как одежда, обувь, аксессуары, – в Российской Федерации распространена следующая практика осуществления расчетов: 1) покупатели вносят определенный депозит денежных средств на счет продавца, данный депозит не участвует в текущих расчетах, он остается у продавца до завершения отношений по контракту купли-продажи, а потом – возвращается покупателю, 2) товар реализуется продавцом на условиях коммерческого кредита (гарантией является уже внесенный депозит), 3) в контракте поставки товаров допускается частичный возврат приобретенного товара, обычно это 5% от суммы поставки, 4) возврат в размере 5% от суммы контракта в дальнейшем реализуется продавцом со значительным дисконтом.

С учетом специфики оптовой торговли равновесный цикл организации представлен на рис. 3, где  $t_r$  – период реализации товаров,  $t_{дз}$  – период инкассации дебиторской задолженности,  $t_a$  – период получения аванса от покупателей.

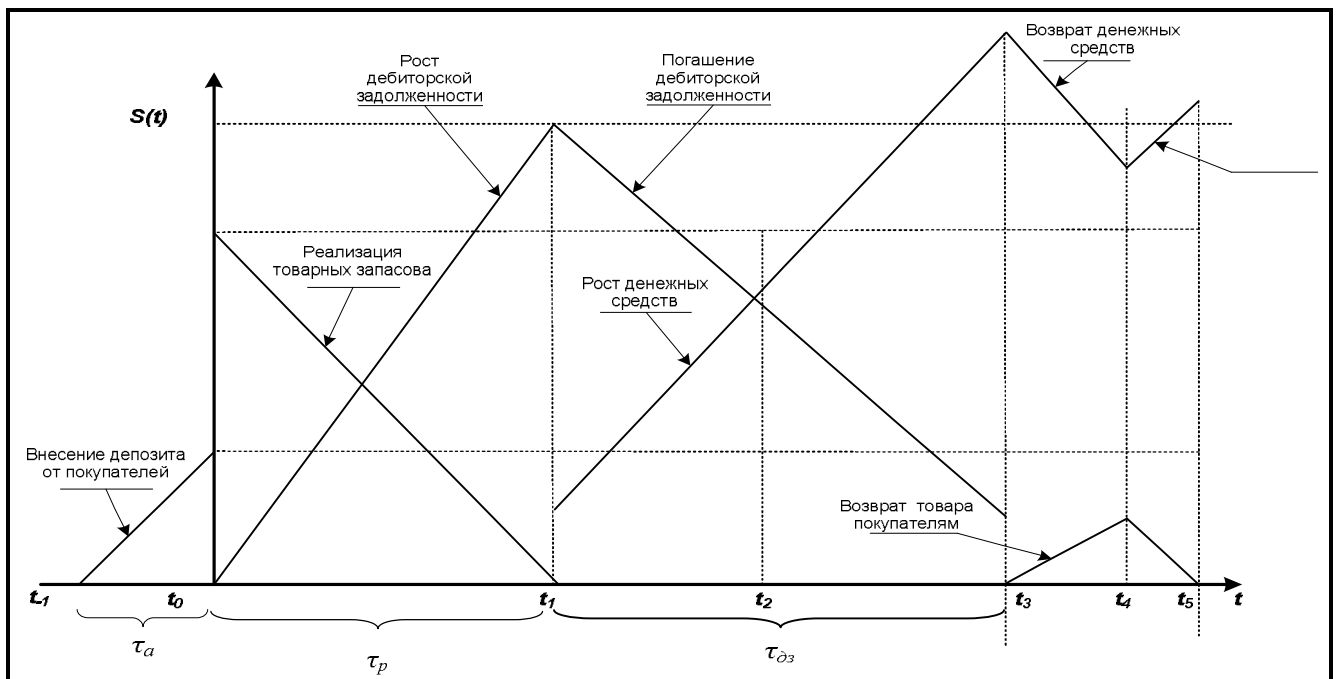


Рис. 3. Равновесный цикл организации оптовой торговли

Таким образом, разработав модель финансового цикла, руководство предприятия сможет:

- рассчитать периоды, в которых будет наблюдаться дефицит или излишек денежных средств, либо наступит состояние финансового равновесия;
- определить проблемные интервалы, в которых велики риски неполучения денежных средств, либо существует вероятность возникновения кассовых разрывов;
- скорректировать данные периоды путем изменения своей кредиторской или дебиторской политики, причем в разрезе конкретных предприятий внутри холдингового объединения, занимающихся разными видами деятельности;
- и в результате получить наиболее эффективную политику управления денежными потоками.

**Разработан алгоритм расчета ставки дисконтирования денежного потока с учетом его пространственной составляющей.**

Управление денежными потоками компании не представляется логически завершенным процессом без оценки стоимости будущих денежных потоков предприятия, для чего следует рассмотреть метод дисконтирования денежного

потока. Согласно устоявшемуся мнению большинства экономистов, в общем виде реализация метода дисконтирования денежного потока может быть представлена последовательностью следующих процедур:

- выбор модели денежного потока;
- выбор и обоснование длительности прогнозного периода;
- анализ деятельности предприятия и прогнозирование положительных и отрицательных потоков;
- расчет денежного потока для каждого года в рамках прогнозного периода;
- выбор метода определения и расчет ставки дисконтирования;
- расчет реверсии;
- расчет текущей (приведенной) стоимости денежных потоков в рамках прогнозного и постпрогнозного периодов;
- внесение корректировок в расчеты;
- получение оценки – определение стоимости бизнеса.

Проведенный в диссертационном исследовании анализ работ современных ученых по оценке будущих денежных потоков позволил сделать следующие выводы:

1) при оценке будущих денежных потоков большинство ученых традиционно отражают влияние таких факторов, как:

- время (при выборе прогнозного и постпрогнозного периодов);
- риск, который учитывается при расчете ставки дисконтирования;
- ликвидность (для построения прогнозных показателей);
- специфика хозяйственной деятельности (для построения прогнозных показателей и расчета ставки дисконтирования).

2) при этом полностью не учитывается такой фактор, как пространство.

Тем более что, по мнению автора, введение в расчет ставки дисконтирования пространственной структуры денежных потоков особенно оправдано, если речь идет о международных корпорациях, осуществляющих свою коммерческую деятельность в различных странах мира.



Необходимо отметить, что анализ пространственной структуры денежных потоков отдельного предприятия будет иметь смысл для повышения точности расчетов при выполнении следующих условий:

- 1) ставки дисконтирования, применяемые для оценки будущих денежных потоков бизнес-единиц холдинга будут существенно различаться;
- 2) доля чистой прибыли от деятельности отдельных бизнес-единиц холдинга на разных экономических пространствах должна иметь значительный удельный вес в сумме чистой прибыли всего холдинга.

По нашему мнению, уровень существенности для ставки дисконтирования и удельного веса чистой прибыли бизнес-единицы в общей сумме чистой прибыли холдингового объединения должен определяться руководством компании самостоятельно, исходя из стратегических целей и специфики деятельности и масштабов компании. Исходя из вышеизложенного, автором был разработан следующий алгоритм действий (см. рис. 4).



Рис. 4. Алгоритм действий при расчете ставки дисконтирования с учетом пространственной структуры денежных потоков

Как следует из представленного на рис. 4 алгоритма, последовательность действий циклична, это обусловлено тем, что для оценки будущих денежных потоков компания может применять разные ставки дисконтирования, если ценность использования активов чувствительна к временной структуре процентных ставок или к разнице в рисках для различных периодов времени.

**Предложена система оценки эффективности управления денежными потоками компаний в условиях холдинговых структур, состоящая из совокупности основных и специфических критериев.**

Исследование работ зарубежных и отечественных ученых по проблемам анализа финансового состояния предприятия, анализа и управления денежными потоками позволил автору выделить следующие критерии эффективности управления денежными потоками любого торгового предприятия:

- рост величины чистого оборотного капитала;
- обеспечение финансовой устойчивости предприятия и прослеживаемые тенденции ее повышения;
- рост уровня платежеспособности;
- достижение максимального денежного потока от основной деятельности в рамках заданного периода в соответствии с целями планирования;
- высокая степень соответствия прогнозной и фактической модели финансового цикла предприятия;
- рост рентабельности текущих активов.

Вышеперечисленные критерии эффективности управления денежными потоками компании могут быть использованы для оценки управления денежными потоками практически любой организации. Разработка критериев эффективности управления денежными потоками холдингового объединения требует совершенно иного подхода и использования специальных показателей эффективности. Большинство современных авторов используют для оценки эффективности управления холдинговым объединением показатели интегральной эффективности, причем за основу берется выручка либо всего холдингового объединения, либо отдельной дочерней компании. Мы считаем, что для оценки

эффективности управления денежными потоками использование выручки не оправданно. Исходя из результатов исследования, денежный поток для собственного капитала складывается из чистой прибыли, инвестиций в основные средства, амортизационных отчислений, изменения динамики собственных оборотных средств и изменения динамики долгосрочной задолженности. Причем основной составляющей денежного потока и главным результирующим показателем, отражающим при этом и эффективность функционирования всего предприятия в целом, является чистая прибыль предприятия. Именно поэтому мы полагаем целесообразным в качестве основы для оценки управления денежными потоками при расчете интегральной эффективности использовать показатель чистой прибыли как всего холдингового объединения, так и отдельных дочерних компаний.

Таким образом, мы предлагаем использовать следующие специфические показатели эффективности управления денежными потоками холдингового объединения.

1. Показатель интегральной эффективности управления денежными потоками холдингового объединения. Интегральная эффективность управления денежными потоками дочерних предприятий холдинга показывает, какой интегральный экономический эффект получен всей системой в процессе управления денежными потоками всех структур холдинга.

Для определения интегральной эффективности управления денежными потоками холдингового объединения мы предлагаем использовать следующий показатель:

$$\mathcal{E}_{\text{дп}} = \frac{\text{ЧП}_{\text{хо}}}{\text{ДПвх}_{\text{хо}}}, \quad (5)$$

где  $\text{ЧП}_{\text{хо}} = \sum_{i=1}^n \text{ЧП}_i$ ;  $\text{ДПвх}_{\text{хо}} = \sum_{i=1}^n \text{ДПвх}_i$ ;

$\text{ЧП}_i$  – чистая прибыль  $i$ -го предприятия;

$\text{ДПвх}_i$  – совокупность входящих денежных потоков  $i$ -го предприятия;

$n$  – количество дочерних предприятий в холдинговом объединении.

2. Эффективное управление денежными потоками в условиях холдин-

говых структур невозможно без оценки сопутствующих расходов, которые холдинг несет в процессе осуществления платежей, речь идет о расходах на расчетно-кассовое обслуживание, на конвертацию валюты. Поиск оптимального уровня данных расходов является одной из задач казначейства при формировании каналов денежного обращения холдинга. Для оценки эффективности организации каналов денежного обращения (КДО) мы предлагаем использовать следующий показатель:

$$\mathcal{E}_{\text{КДО}} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{TrC}_i}{n}, \quad (6)$$

где  $\text{TrC}_i$  –расходы расчетно-кассового обслуживания (в том числе банковские, на конвертацию) между предприятиями холдингового объединения до совершения  $i$ -той денежной операции;  
 $n$  – количество промежуточных этапов, которые проходят денежные потоки до своего целевого назначения.

Значение данного показателя позволяет сравнивать расходы, сопровождающие весь процесс движения денежных средств участников холдинга, с помощью данного коэффициента руководство компании имеет реальную возможность грамотно спланировать весь процесс движения денежных средств по каналам обращения, оптимизировать денежный оборот и минимизировать расходы расчетно-кассового обслуживания.

Расчет коэффициентов интегральной эффективности позволяет руководству холдинга производить отбор дочерних предприятий и распределять их по группам с целью повышения эффективности проводимой политики управления денежными потоками.

С учетом позиции многих авторов относительно взаимодействия дочерних компаний холдинга в рамках всего холдингового объединения, в качестве показателя, отражающего совокупную эффективность дочерних компаний, можно принять среднее значение показателя интегральной эффективности управления денежными потоками холдингового объединения. В основе расчетов используется простое среднее хронологическое значение, следовательно, данный показатель будет рассчитываться следующим образом:

$$РП = \frac{\mathcal{E}_{дп}}{\mathcal{E}_{срхл}} , \quad (7)$$

где РП – расчетный показатель;  
 $\mathcal{E}_{дп}$  – интегральная эффективность управления денежными потоками холдингового объединения;  
 $\mathcal{E}_{срхл}$  – среднее хронологическое значение показателей эффективности управления денежными потоками дочерних предприятий холдинга.

Уровень координации (Урк) и взаимодействия дочерних компаний холдинга при осуществлении финансовых операций, результатом которых является движение денежных средств, можно оценить с помощью сопоставления интегральной эффективности холдинга и средней эффективности дочерних компаний. В общем виде данный показатель можно представить следующим соотношением:

$$Урк = \frac{\mathcal{E}_{дп}}{\mathcal{E}_{срдп}} , \quad (8)$$

где  $\mathcal{E}_{дп}$  – интегральная эффективность управления денежными потоками холдингового объединения;  
 $\mathcal{E}_{срдп}$  – средняя эффективность управления денежными потоками дочерних предприятий холдинга, которая вычисляется по формуле:

$$\mathcal{E}_{срдп} = \frac{1}{n-1} \times \left( \frac{\mathcal{E}_1}{2} + \sum_{i=2}^{n-1} \mathcal{E}_i + \frac{\mathcal{E}_n}{2} \right) , \quad (9)$$

где  $\mathcal{E}_1$  – эффективность первого дочернего предприятия холдингового объединения;  
 $\mathcal{E}_i$  – интегральная эффективность i-го дочернего предприятия холдингового объединения;  
 $\mathcal{E}_n$  – эффективность n-го дочернего предприятия холдинга;  
n – количество дочерних предприятий в холдинговом объединении.

В результате проведенного автором исследования, можно заключить, что эффективность управления денежными потоками холдингового объединения можно оценить, используя предложенные автором показатели эффективности следующих видов:

- 1) общие показатели эффективности,
- 2) специфические показатели эффективности.

## СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Гайдина А.А. Кредитная политика в системе управления денежными потоками // Инновационный прорыв в развитии России и регионов: Сборник докладов международной научно-практической конференции. – М.: ВГНА, 2006. – 0,2 п.л.

2. Макарова А.А. Исследование планирования денежных потоков предприятия в условиях экономического кризиса // Тенденции развития современного общества: пути преодоления экономического кризиса: Материалы международной научно-практической конференции. – Саратов: Издательство «Научная книга», 2009. – 0,4 п.л.

3. Макарова А.А. Организационно-экономический механизм управления денежными потоками // Экономический и социально-философский потенциал современного общества: возможности, тенденции, перспективы развития: Материалы международной научно-практической конференции. – Саратов: Издательство «Научная книга», 2009. – 0,32 п.л.

*В том числе в журналах рекомендованных ВАК Минобрнауки России*

4. Макарова А.А. Комплексный анализ факторов, характеризующих денежные потоки // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №4. – 0,75 п.л.

5. Макарова А.А. Управление денежными потоками с помощью построения модели финансового равновесия предприятия и модели регулирования остатков денежных средств // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №5. – 1,2 п.л.

6. Макарова А.А. Критерии эффективности управления денежными потоками в условиях холдинговых структур // Нефть, газ и бизнес. – 2009. – №11. – 0,4 п.л.