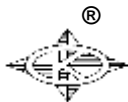


**Валерий Галасюк** – академик АЭН Украины, генеральный директор аудиторской фирмы “КАУПЕРВУД” (г. Днепропетровск), член Президиума Совета Союза аудиторов Украины, член Аудиторской Палаты Украины, председатель ревизионной комиссии Украинского общества оценщиков, заместитель председателя Правления Ассоциации налогоплательщиков Украины, заместитель председателя комиссии по оценке эффективности инвестиционной деятельности Украинского общества финансовых аналитиков, ведущий оценщик Украинского общества оценщиков

**Анастасия Вишневецкая-Галасюк** – консультант аудиторской фирмы “КАУПЕРВУД” (консалтинговая группа “КАУПЕРВУД”), магистр финансов

**Виктор Галасюк** – директор департамента кредитного консалтинга информационно-консалтинговой фирмы “ИНКОН-ЦЕНТР” (консалтинговая группа “КАУПЕРВУД”), магистр экономики предприятия, лауреат конкурсов молодых оценщиков Украинского общества оценщиков



# Принципиально новый подход к оптимальному управлению активами компании на базе концепции CCF\*

## Финансовая концепция капитала и активы компании

С экономической точки зрения основной целью деятельности компании является максимизация ее капитала. В соответствии с финансовой концепцией капитала, приведенной в Международных стандартах финансовой отчетности, “капитал рассматривается как синоним чистых активов или собственного капитала компании” [1, с.59]. Понятие капитала определено в Международных стандартах финансовой отчетности следующим образом: “капитал - это доля в активах компании, остающаяся после вычета всех ее обязательств” [1, с.45].

Исходя из вышеприведенного определения капитала, следует, что стоимость активов компании является одним из ключевых факторов определяющих величину ее собственного капитала. Таким образом, оптимальное управление активами компании, направленное на максимизацию их стоимости, является одним из важнейших средств достижения цели максимизации капитала компании.

Прежде, чем говорить об оптимальном управлении активами, необходимо определиться с толкованием этого термина. Международные стандарты финансовой отчетности определяют понятие активов следующим образом: “Активы – это ресурсы, контролируемые компанией в результате событий прошлых периодов, от которых компания ожидает экономические выгоды в будущем” [1, с.45]. Приведенное определение является отражением ресурсной концепции активов.

---

\* **Условно-денежные потоки (CCF - conventionally cash flows)** – это потоки объектов экономических отношений между субъектами экономических отношений в определенный период времени, выраженные в денежном эквиваленте [2-14, [www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net)].

Вместе с тем в результате исследований, проведенных одним из авторов данной статьи было зафиксировано, что “объектами экономических отношений являются **права** субъектов экономических отношений на материальные и нематериальные объекты, зафиксированные системой отношений субъектов экономических отношений.

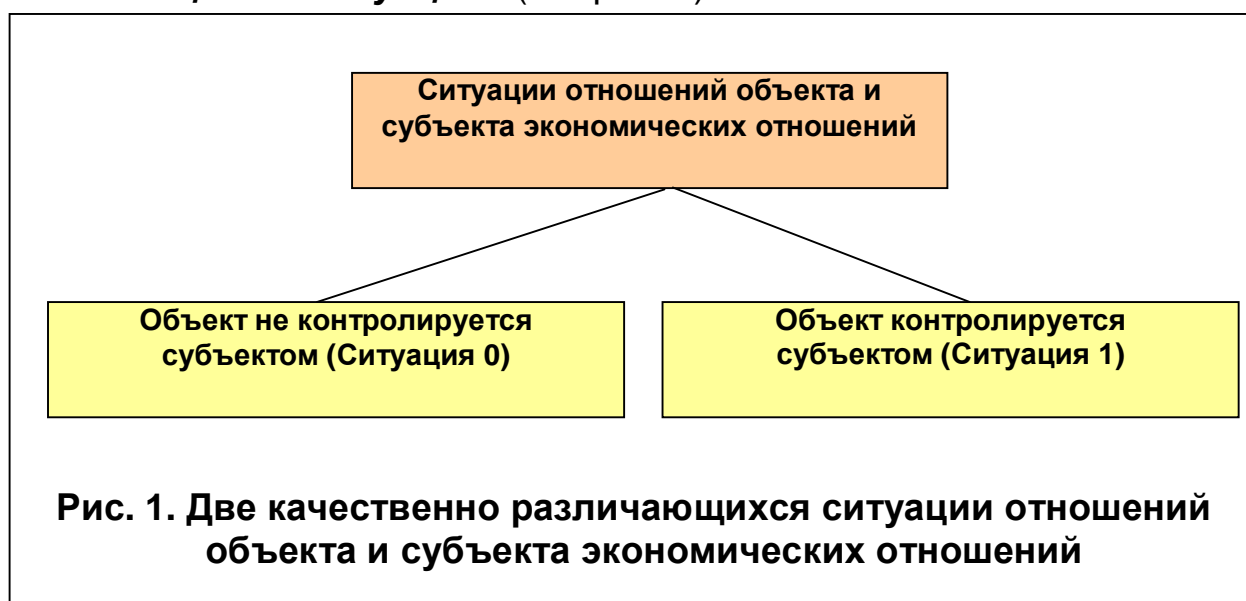
Данное обстоятельство в полной мере относится к объектам экономических отношений, являющимся **активами**. В этой связи представляется целесообразным учитывать тот факт, что активы являются **правами на ресурсы**, а не **ресурсами**, как это зафиксировано в Международных и Национальных стандартах бухгалтерского учета...” [4,с.228]. Было также предложено определять понятие активов следующим образом: **активы – это права на ресурсы, контролируемые компанией в результате прошлых событий, от которых ожидается получение положительных условно-денежных потоков (CCF) больших, чем отрицательных.** Данное определение является отражением правовой концепции активов.

Преимущество правовой концепции активов перед ресурсной заключается в возможности идентификации различных правовых отношений по поводу одного и того же ресурса. Ведь по отношению к одному и тому же объекту субъект экономических отношений может обладать различным объемом прав, что не может быть надлежащим образом отражено в рамках ресурсной концепции.

### **Базовые положения концепции CCF**

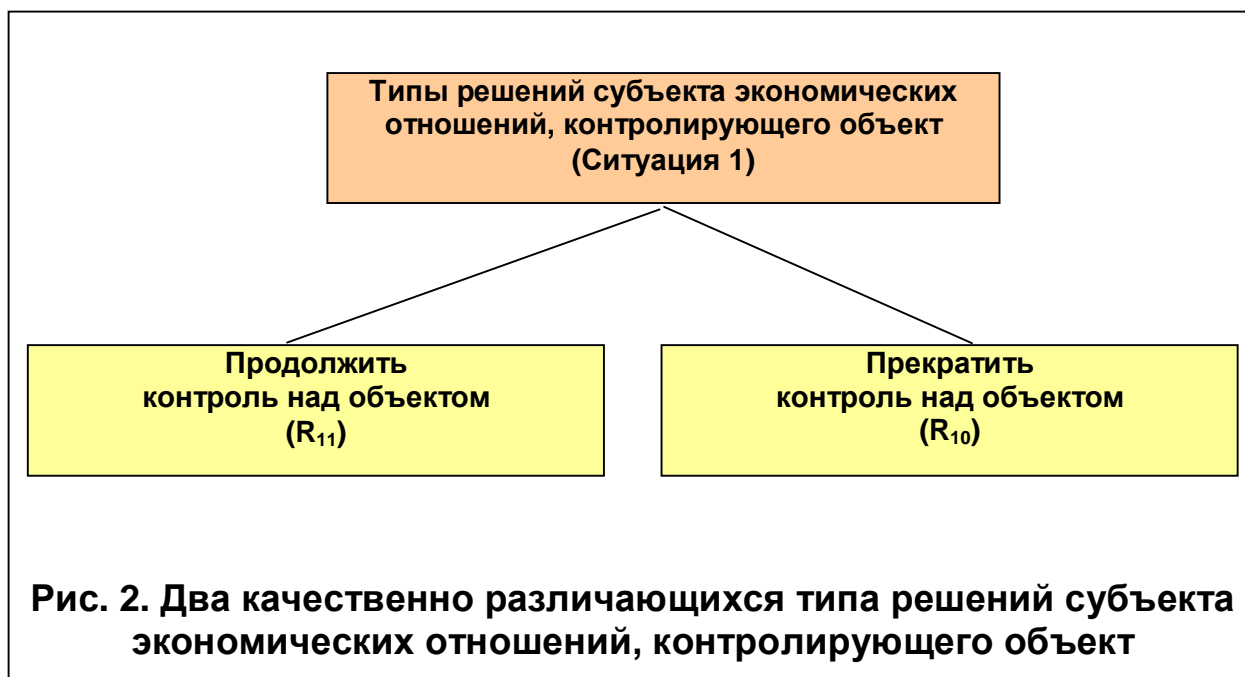
Рассмотрим базовые положения концепции CCF, которые впоследствии позволят нам решить задачу оптимального управления активами компании [4, с.225-227].

Объект экономических отношений может находиться по отношению к субъекту экономических отношений в **двух качественно различающихся ситуациях** (см. рис. 1).



**Рис. 1. Две качественно различающихся ситуации отношений объекта и субъекта экономических отношений**

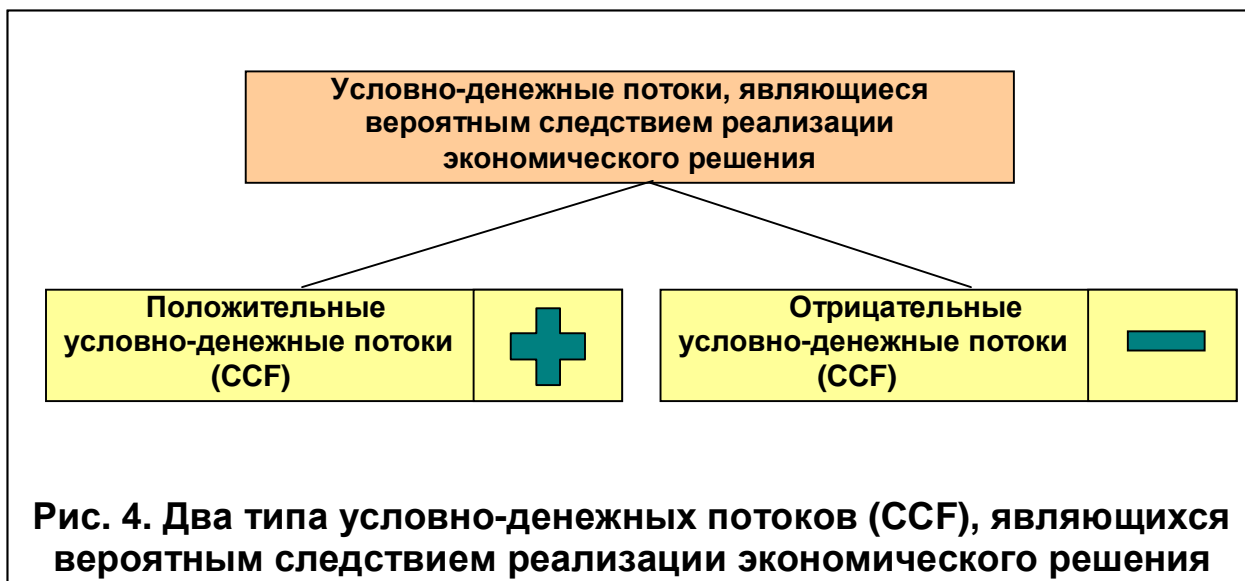
В ситуации, когда **объект контролируется субъектом** экономических отношений, последний может принять по отношению к данному объекту решение одного из **двух качественно различающихся типов решений** (см. рис. 2).



В ситуации, когда **объект не контролируется субъектом** экономических отношений, последний может принять по отношению к данному объекту решение одного из **двух качественно различающихся типов решений** (см. рис. 3).



Как правило, экономическое решение порождает положительные и отрицательные условно-денежные потоки (CCF) (см. рис. 4).

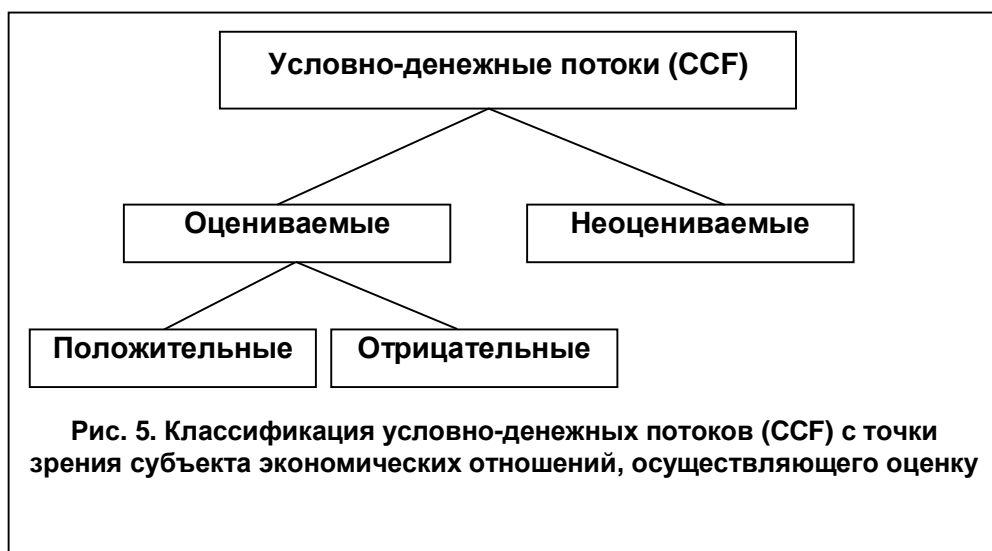


Одним из авторов данной статьи ранее были сформулированы два основополагающих принципа концепции CCF: **принцип субъективности экономических оценок** и **принцип абсолютности экономических оценок** [4,с.180-182].

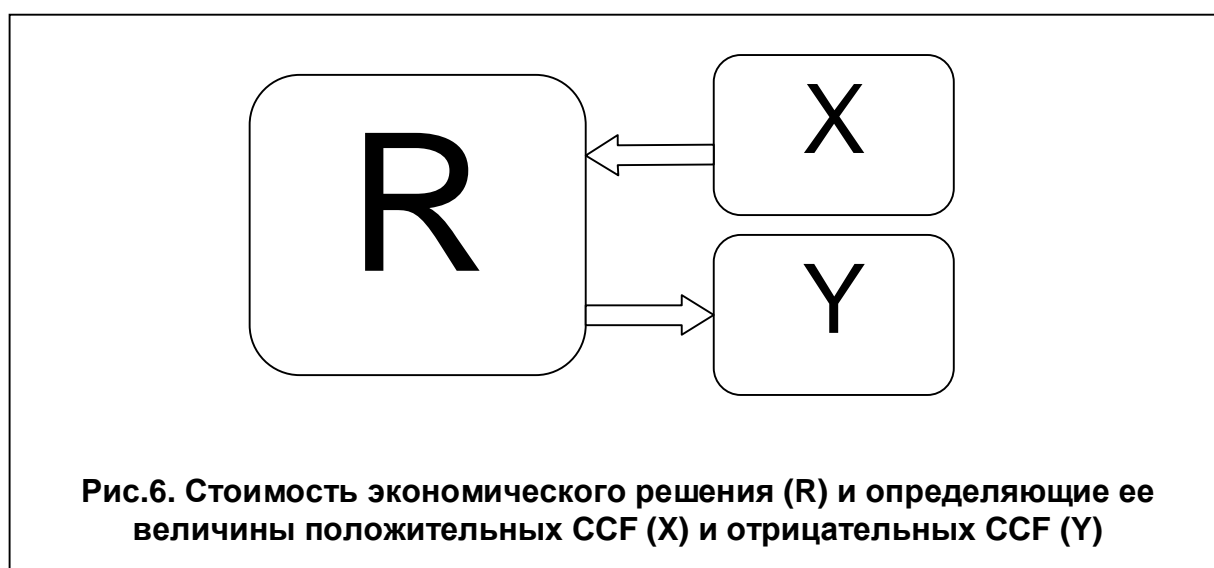
Суть принципа субъективности экономических оценок заключается в том, что **“оценки одних и тех же условно-денежных потоков, сделанные разными субъектами экономических отношений, вследствие различий в их экономических интересах, не всегда совпадают.**

Любой условно-денежный поток в экономике изначально не является ни положительным, ни отрицательным. Однако, как только он попадает в сферу интересов определенного субъекта экономических отношений, последний дает ему оценку. Условно-денежный поток может соответствовать интересам субъекта экономических отношений и в таком случае он будет оценен им как положительный; а может не соответствовать интересам субъекта экономических отношений, - в таком случае он будет оценен им как отрицательный” [4,с.180-181].

Суть принципа абсолютности экономических оценок заключается в том, что **“если субъект экономических отношений оценивает условно-денежный поток, то он оценивает его либо как положительный, либо как отрицательный”** [4,с.181-182]. То есть, поток либо есть, либо его нет. Если поток есть, то он может осуществлять движение лишь в одном из **двух** противоположных направлений (см. рис. 5).



Разница стоимости положительных (X) и отрицательных (Y) условно-денежных потоков (CCF), являющихся вероятным следствием реализации экономического решения, представляет собой стоимость соответствующего экономического решения (R) (см. рис. 6).



### ***Принятие решений по отношению к активам компании***

Активы компании представляют собой объекты экономических отношений, находящиеся в ситуации **1** (объект контролируется субъектом). Таким образом, по отношению к активам может быть принято решение одного из двух качественно различающихся типов решений:

- а) продолжать осуществление контроля над активом - решение типа  $R_{11}$ ;
- б) прекратить осуществление контроля над активом - решение типа  $R_{10}$ .

Из изложенного выше следует, что **любому активу компании можно поставить в соответствие две стоимости: стоимость решения  $R_{11}$  и стоимость решения  $R_{10}$**  (см. табл. 1).

**Таблица 1**

**Активы компании и соответствующие им стоимости решений  $R_{11}$  и  $R_{10}$**

<b>Активы компании (<math>A_i</math>)</b>	<b><math>R_{11}^i</math></b>	<b><math>R_{10}^i</math></b>
$A_1$	$R_{11}^1$	$R_{10}^1$
$A_2$	$R_{11}^2$	$R_{10}^2$
$A_3$	$R_{11}^3$	$R_{10}^3$
...	...	...
$A_i$	$R_{11}^i$	$R_{10}^i$
...	...	...
$A_{n-2}$	$R_{11}^{n-2}$	$R_{10}^{n-2}$
$A_{n-1}$	$R_{11}^{n-1}$	$R_{10}^{n-1}$
$A_n$	$R_{11}^n$	$R_{10}^n$

В наиболее общем виде алгоритм оптимального управления активами компании можно представить следующим образом:

если стоимость решения продолжить контроль над активом ( $R_{11}^i$ ) превышает стоимость решения прекратить контроль над активом ( $R_{10}^i$ ), то есть  $R_{11}^i > R_{10}^i$ , то в этом случае субъекту экономических отношений целесообразно принять решение продолжить контроль над данным активом ( $R_{11}^i$ );

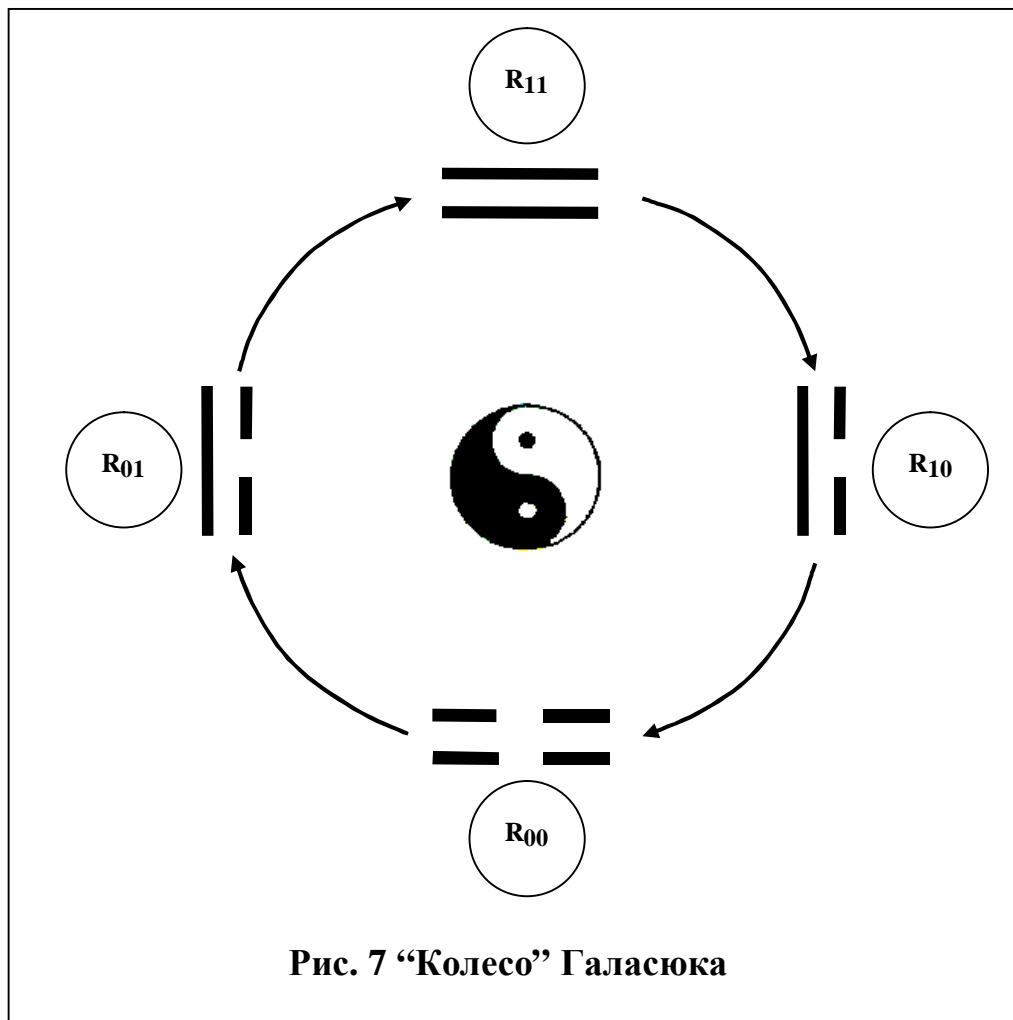
если стоимость решения продолжить контроль над активом ( $R_{11}^i$ ) меньше стоимости решения прекратить контроль над активом ( $R_{10}^i$ ), то есть  $R_{11}^i < R_{10}^i$ , то в этом случае субъекту экономических отношений целесообразно принять решение прекратить контроль над данным активом ( $R_{10}^i$ ).

Вместе с тем, следует отметить, что, говоря об оптимальном управлении активами в данной статье, мы, прежде всего, имеем в виду управление активами в стратегическом аспекте, связанное с принятием решений *качественно* различающихся типов, и оставляем для дальнейшего рассмотрения проблемы оперативного управления активами, подразумевающего принятие решений различающихся лишь величинами стоимости, а не типами.

Одному из авторов данной статьи удалось обнаружить, что **типы решений субъекта экономических отношений по поводу объекта экономических отношений образуют единственно возможную последовательность** (см. рис. 7). Эта единственно возможная последовательность типов экономических решений носит название “колесо Галасюка” [[www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net)].

Если объект экономических отношений находится в ситуации **0** по отношению к субъекту, то единственно возможным *будущим* решением

данного субъекта об *изменении* состояния по отношению к этому объекту может быть лишь решение  $R_{01}$ . Если же объект экономических отношений находится в ситуации 1 по отношению к субъекту, то единственно возможным *будущим* решением данного субъекта об *изменении* состояния по отношению к этому объекту может быть лишь решение  $R_{10}$  [[www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net)].



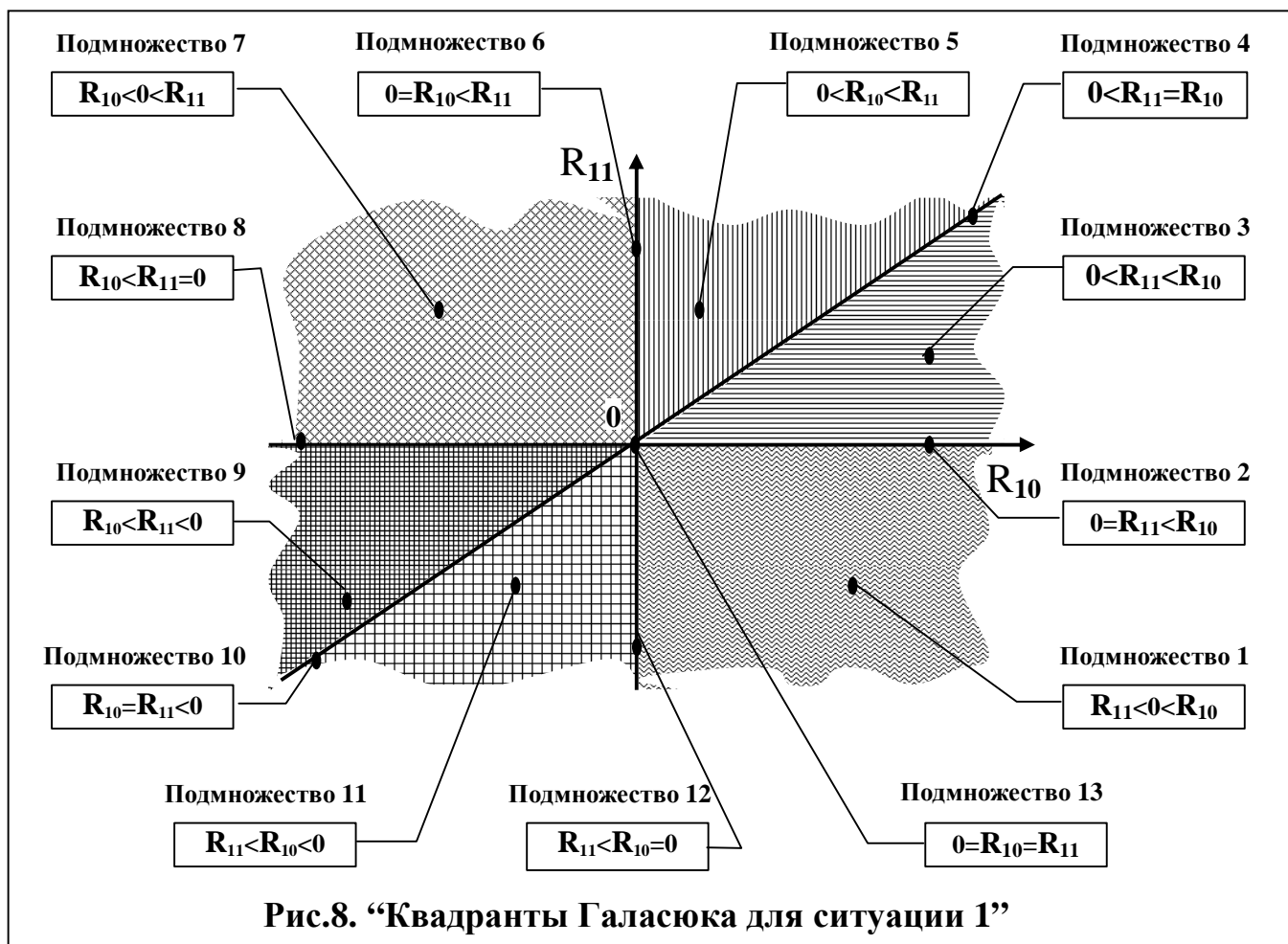
Поскольку по отношению к активам можно принять лишь два типа экономических решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ . И решение  $R_{11}^i$  по отношению к ним уже принято, то единственно возможным будущим решением об изменении состояния по отношению к активам может быть лишь решение  $R_{10}^i$ . К этому выводу нас приводит “колесо” Галасюка.

**Таким образом, задача оптимального управления активами в ее стратегическом аспекте сводится к своевременному принятию решений о прекращении контроля над конкретными активами ( $R_{10}^i$ ).**

“Время” в словаре Брокгауза определено как “последовательность событий...”, следовательно, **задача своевременного принятия решений о прекращении контроля над активами компании ( $R_{10}^i$ ) сводится к задаче определения экономически целесообразной последовательности прекращения контроля над конкретными активами.**

Для эффективного решения поставленной задачи осуществим классификацию активов с позиции соответствующих им значений стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ .

Отообразим стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ , соответствующие каждому из активов компании на квадрантах, образуемых двумя осями - осью  $R_{11}^i$  и осью  $R_{10}^i$  (см.рис.8). Назовем эти квадранты “квадрантами Галасюка для ситуации 1”.



Как видно на “квадрантах Галасюка для ситуации 1” множество возможных соотношений величин  $R_{11}$ ,  $R_{10}$  и  $0$  состоит из тринадцати различных подмножеств.

Проанализируем, какие из этих тринадцати подмножеств соответствуют критериям признания, зафиксированным в Международных стандартах финансовой отчетности.

### ***Критерии признания активов в контексте концепции CCF***

Международные стандарты финансовой отчетности фиксируют два критерия признания актива: “актив признается в балансе, когда существует вероятность притока будущих экономических выгод в

\* Идея построения этих квадрантов принадлежит Валерию Галасюку.



компанию, а актив имеет стоимость или оценку, которая может быть надежно измерена” [1,с.55].

Учитывая, что каждому  $i$ -тому активу соответствует пара решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ , а стоимость решений ( $R^i$ ), как нами уже было отмечено выше, определяется разницей позитивных ( $X^i$ ) и негативных ( $Y^i$ ) CCF:

$$R^i = X^i - Y^i, \quad (1)$$

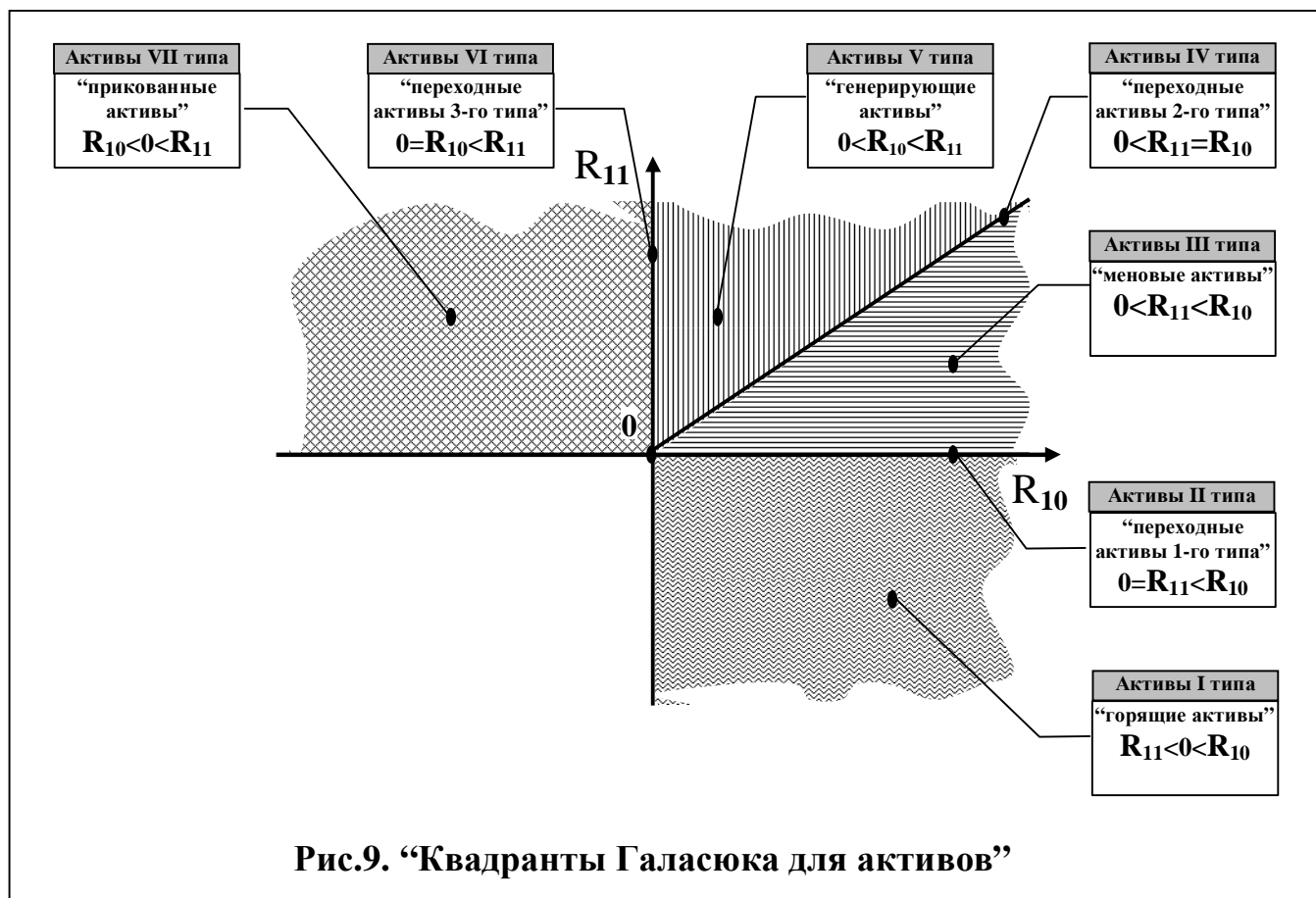
можно утверждать, что актив подлежит признанию в случае если оба либо хотя бы одно из значений стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ , соответствующих данному активу имеет положительное значение. Это и будет свидетельствовать о том, что “существует вероятность притока будущих экономических выгод в компанию” [1,с.55], то есть  $X^i > Y^i$  и, в свою очередь либо  $R_{10}^i > 0$ , либо  $R_{11}^i > 0$ , либо  $R_{10}^i > 0$  и  $R_{11}^i > 0$ . Поскольку стоимость решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$  исчислена, то это и будет означать, что “актив имеет стоимость или оценку, которая может быть надежно измерена”.

Таким образом, подмножества 1,2,3,4,5,6 и 7 соотношения величин  $R_{11}$ ,  $R_{10}$  и  $0$  на “квадрантах Галасюка для ситуации 1” (см.рис.8) представляют ситуации, в которых активы отвечают критериям признания, установленным Международными стандартами финансовой отчетности, а подмножества 8,9,10,11,12 и 13, представленные на том же рисунке, отражают ситуации, в которых активы не отвечают указанным критериям. То есть, по сути, объекты экономических отношений, находящиеся в ситуациях, представленных подмножествами 8,9,10,11,12 и 13, не являются активами, поскольку значения стоимости решений  $R_{11}$  и  $R_{10}$  по отношению к ним меньше либо равны нулю, что свидетельствует об отсутствии вероятности притока будущих экономических выгод в компанию как в случае продолжения контроля над объектами, так и в случае прекращения контроля над ними. Изложенное демонстрирует, что возможных подмножеств отражения значений стоимости решений  $R_{11}$  и  $R_{10}$ , соответствующих активам, на “квадрантах Галасюка для ситуации 1” всего **семь** (см. рис. 9).

Каждому подмножеству на “квадрантах Галасюка для активов” условно поставим в соответствие определенный тип активов. Активы, находящиеся в области, соответствующей подмножеству 1 определим как активы I типа; активы, находящиеся в области, соответствующей подмножеству 2, как активы II типа; активы, находящиеся в области, соответствующей подмножеству 3, как активы III типа и так далее (см. рис.9).

Активы I типа можно условно назвать “горящими активами”, потому, что продолжение контроля над ними экономически неэффективно, поскольку приводит к потере стоимости компании, вследствие того, что  $R_{11}^i < 0$ . Экономические выгоды от “горящих активов”

можно получить лишь в том случае, если компания примет решение *немедленно* прекратить контроль над ними ( $R_{10}^i$ ). Следует отметить, что увеличение доли “горящих активов” в структуре активов компании сигнализирует о неэффективном управлении ими.



Прекращение контроля над “горящими активами” целесообразно осуществлять *немедленно*, что обуславливает необходимость реализации данных активов по цене, соответствующей их *ликвидационной стоимости*, которая всегда меньше *рыночной*. Ликвидационная стоимость активов может быть вычислена с помощью метода Галасюков (GMLVE – Galasyuks’ method of liquidating value evaluation) [14].

Активы III типа можно условно назвать “меновыми активами”, так как прекращение контроля над ними ( $R_{10}^i$ ) принесет больше экономических выгод, чем продолжение контроля ( $R_{11}^i$ ) над данными активами, ведь положительное значение стоимости решения прекратить контроль над данными активами ( $R_{10}^i$ ) превышает положительное значение стоимости решения продолжить контроль над ними ( $R_{11}^i$ ).

Активы II типа можно условно назвать “переходными активами 1-го типа”, поскольку соответствующая им область квадранта разделяет два типа активов - “горящие активы” и “меновые активы”. По отношению к “переходным активам 1-го типа”, как и по отношению к “горящим активам”

и “меновым активам”, предпочтительным является решение о прекращении контроля. Отличие в принятии решений по отношению к указанным активам заключается в том, что по отношению к “горящим активам” контроль необходимо прекращать немедленно, так как  $R_{11}^i < 0$ , а по отношению к “меновым активам” и “переходным активам 1-го типа” - нет, так как “меновым активам” соответствует положительное значение стоимости решения продолжить контроль ( $R_{11}^i > 0$ ), а “переходным активам 1-го типа” соответствует нулевое значение стоимости решения продолжить контроль ( $R_{11}^i = 0$ ), означающее что, продолжение контроля над этими активами не принесет компании ни выгод, ни потерь.

Активы V типа можно условно назвать “генерирующими активами”, поскольку компании целесообразно продолжать контроль ( $R_{11}^i$ ) над ними, так как именно этот вариант решения обеспечит компании в будущем максимальные экономические выгоды от данных активов. Вынужденное же прекращение контроля над “генерирующими активами” ( $R_{10}^i$ ) хотя и принесет экономические выгоды компании, но меньшие, чем от продолжения контроля над данными активами ( $R_{11}^i$ ).

Следует отметить, что в случае вынужденной и/или ускоренной реализации “меновых активов” и/или “генерирующих активов” они также обладают ликвидационной стоимостью [14].

Активы IV типа можно условно назвать “переходными активами 2-го типа”, поскольку соответствующая им область квадранта разделяет два типа активов - “меновые активы” и “генерирующие активы”. Продолжение контроля над “переходными активами 2-го типа” экономически равноэффективно прекращению контроля над ними.

Активы VII типа можно условно назвать “прикованными активами”, так как лишь продолжение контроля над ними ( $R_{11}^i$ ) принесет компании в будущем экономические выгоды, а прекращение контроля ( $R_{10}^i$ ) над ними экономически неэффективно, поскольку повлечет за собой экономические потери, ведь  $R_{10}^i < 0$ .

Активы VI типа можно условно назвать “переходными активами 3-го типа”, поскольку соответствующая им область квадранта разделяет два типа активов - “генерирующие активы” и “прикованные активы”. По отношению к “переходным активам 3-го типа”, как и по отношению к “генерирующим активам” и “прикованным активам”, предпочтительным является решение о продолжении контроля, прекращение же контроля над “переходными активами 3-го типа” не принесет компании ни выгод, ни потерь, так как  $R_{10}^i = 0$ .

Использование типизации активов, отраженной на рисунке 9, позволяет наглядно проиллюстрировать принципиально новую классификацию активов компании с позиций концепции CCF.

## Оптимальное управление активами компании на базе концепции ССФ

Осуществленная типизация активов компании (см. рис.9) позволяет перейти к решению задачи **определения экономически целесообразной последовательности** прекращения контроля над активами, которая, как было показано ранее, представляет собой ядро задачи оптимального управления активами компании в ее стратегическом аспекте.

С учетом изложенного в данной статье можно сделать вывод, что, если речь идет о **не вынужденном прекращении контроля над активами**, то прекращать контроль целесообразно над “горящими активами”, “переходными активами 1-го типа” и “меновыми активами”, то есть над теми активами, для которых стоимость решения продолжить контроль  $R_{11}^i$  меньше стоимости решения прекратить контроль  $R_{10}^i$  ( $R_{11}^i < R_{10}^i$ ). Для определения последовательности прекращения контроля над “горящими активами”, “переходными активами 1-го типа” и “меновыми активами” компании, исходя из цели максимизации стоимости, необходимо проранжировать указанные активы по степени возрастания разницы стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$  ( $\Delta^i = R_{11}^i - R_{10}^i$ ) и осуществлять их реализацию начиная с актива, у которого эта разница минимальна ( $\Delta^i = R_{11}^i - R_{10}^i = \text{minimum}$ ) и далее в порядке ее возрастания.

В случае если все “горящие активы”, “переходные активы 1-го типа” и “меновые активы”, то есть активы, по отношению к которым решение  $R_{10}^i$  предпочтительнее решения  $R_{11}^i$  уже реализованы, а часть обязательств компании не выполнена, то она **вынуждена** реализовать “переходные активы 2-го типа”, а если и этого окажется недостаточно, то даже часть активов, для которых решение о продолжении контроля ( $R_{11}^i$ ) предпочтительнее решения об его прекращении ( $R_{10}^i$ ). В данном случае компании целесообразно прекращать контроль только над “генерирующими активами”, так как у “прикованных активов” значение стоимости решения  $R_{10}^i$  меньше нуля, а у “переходных активов 3-го типа” - равно нулю. Это означает, что в случае прекращения контроля над “переходными активами 3-го типа” компания не получит никаких экономических выгод, а в случае прекращения контроля над “прикованными активами” – понесет экономические потери.

Компании, руководствуясь принципом “из двух зол выбирают меньшее”, целесообразно реализовывать “генерирующие активы” в таком порядке, чтобы **минимизировать** утрачиваемую стоимость. Ведь реализуя “генерирующие активы”, для которых предпочтительнее решение о продолжении контроля ( $R_{11}^i$ ), компания получает меньшие экономические выгоды, чем в случае продолжения контроля над ними. **С учетом изложенного, для прекращения контроля над “генерирующими активами”, компании необходимо также проранжировать данные активы в порядке возрастания разницы**

стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$  по отношению к этим активам ( $\Delta^i=R_{11}^i-R_{10}^i$ ), и осуществлять их реализацию начиная с “генерирующего актива”, разница стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$ , относительно которого минимальна ( $\Delta^i=R_{11}^i-R_{10}^i=\text{minimum}$ ), а затем остальные в порядке возрастания разницы стоимости решений  $R_{11}^i$  и  $R_{10}^i$  ( $\Delta^i=R_{11}^i-R_{10}^i$ ).

Предложенный в данной статье принципиально новый подход к оптимальному управлению активами на базе концепции CCF может служить методологической базой для управления активами компании в стратегическом аспекте, способствуя повышению степени обоснованности и эффективности принимаемых экономических решений.

### Список литературы.

1. Международные стандарты финансовой отчетности 1999: издание на русском языке М.: Аскери-АССА, 1999 – 1135 с.
2. Галасюк В.В. Новое – это хорошо забытое старое, или о необходимости использования “правовой концепции” при определении понятия “активы”//Фондовый рынок.-2000.-№29.-С.2-5.
3. Галасюк В.В. Новое – это хорошо забытое старое, или о необходимости использования “правовой концепции” при определении понятия “активы”//Бизнес: Бухгалтерия.- 2000.-№29.- С.62-65.
4. Галасюк В.В. Проблемы теории принятия экономических решений: Монография.- Днепрпетровск: Новая идеология, 2002. – 304 стр.
5. Галасюк В.В. Должны ли быть одинаковыми ставки дисконтирования для положительных и отрицательных условных денежных потоков?//Финансовая консультация.-1999.-№45-48.- С.12-17.
6. Галасюк В.В. К проблеме использования понятия “условный денежный поток”//Академічний огляд.-2000.-№1.-С.54-56.
7. Галасюк В.В. О необходимости использования понятия “условный денежный поток”//Фондовый рынок.-2000.-№18.-С.18-20.
8. Галасюк В.В. Условные денежные потоки и пространство//Фондовый рынок.-2000.-№ 28.-С.15-16.
9. Галасюк В.В. О необходимости использования понятия “условный денежный поток”//Финансовые риски.-2000.-№1.-С.125-128.
10. Галасюк В.В. Условные денежные потоки и пространство//Финансовые риски.-2000.-№1.-С.120-122.
11. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Вестник бухгалтера и аудитора Украины.-2000.-№18.-С.4-5.
12. Галасюк В., Галасюк В. Понятие денежных потоков и условных денежных потоков в контексте финансовой концепции капитала МСБУ//Финансовая консультация. –2000. -№ 31-32. –С.17-19.

13. Галасюк В.В. Основоположні принципи теорії фінансів у контексті проблеми дисконтування умовних грошових потоків// Вісник НБУ. – 2000. - № 4.-С. 53-56.
14. Галасюк В.В., Галасюк В.В. Кредитование под залог и ликвидационная стоимость. Под ред. Губенко С.Н.- Днепропетровск:Наука и образование,2000.-89 стр.

*Контактная информация:*

Консалтинговая группа “КАУПЕРВУД”,

Украина, г. Днепропетровск, ул. Гоголя 15-а,

тел./факсы: (38 0562) 47-16-36, 47-83-98, (38 056) 370-19-76

www: [www.cowperwood.dnepr.net](http://www.cowperwood.dnepr.net), [www.galasyuk.dnepr.net](http://www.galasyuk.dnepr.net), [www.ccf.com.ua](http://www.ccf.com.ua), [www.galasyuk.com](http://www.galasyuk.com)  
e-mail: [vv@cowperwood.dnepr.net](mailto:vv@cowperwood.dnepr.net), [vit@inkon.dnepr.net](mailto:vit@inkon.dnepr.net), [avg@inkon.dnepr.net](mailto:avg@inkon.dnepr.net), [maria@inkon.dnepr.net](mailto:maria@inkon.dnepr.net)