

## Тема 1 – Концептуальные основы финансового менеджмента (4 ч.)

**Лекция 1 – Сущность и технология финансового менеджмента**

1.1. Эволюция и значение финансового менеджмента в современных условиях [7]

1.2. Финансовый менеджмент как система управления. Принципы финансового менеджмента

1.3. Функции финансового менеджмента

1.4. Концепции финансового менеджмента

## Литература

1. Арутюнов, Ю.А. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Ю.А. Арутюнов. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: КНОРУС, 2010. – 312с.

2. Балабанов, И.Т. Основы финансового менеджмента. Как управлять капиталом? – М.: Финансы и статистика, 1994. – 384с.

3. Балащенко, В.Ф. Финансовый менеджмент: учебно-методическое пособие / В.Ф. Балащенко, Т.Е. Бондарь. – Минск: ТетраСистемс, 2010. – 272с.

4. Брусов П.Н. Финансовый менеджмент. Математические основы. Краткосрочная финансовая политика: учебное пособие / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова. – 2-е изд., стер. – М.: КНОРУС, 2013. – 304с.

5. Ковалев, В.В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 768с.

6. Ковалев, В.В. Курс финансового менеджмента: учебник. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Проспект, 2011. – 480с.

7. Ткачук, М.И. Основы финансового менеджмента: учебное пособие / М.И. Ткачук, Е.Ф. Киреева. – Мн.: Интерпрессервис, Экоперспектива, 2002. – 416с.

**1.1. Эволюция и значение финансового менеджмента в современных условиях**

Начало XX века ознаменовалось бурным ростом экономического потенциала в развитых странах, аккумуляцией капитала и ускорением его концентрации. Быстро развивался финансовый рынок, поддерживаемый ростом крупных монополий, акционерных обществ и кредитно-финансовых учреждений.

В таких условиях возникла объективная необходимость сознательного управления финансовыми процессами, при помощи комплекса научно обоснованных средств и методов и практических приемов, который и представляет собой содержание финансового менеджмента.

Термин «финансовый менеджмент» дословно означает управление финансами. Финансы же представляют собой систему взаимоотношений по поводу создания, распределения, перераспределения и использования денежных средств как на микро, так и на макроуровне.

Финансы и финансовый менеджмент приобрели особое значение в процессе развития рыночной экономики, поскольку любые экономические процессы в рыночных условиях опосредуются движением денежных ресурсов.

В эволюции финансового менеджмента можно выделить несколько этапов, на каждом из которых действовали свои специфические факторы развития.

**На первом этапе**, на рубеже XIX — XX вв. появились серьезные причины, которые выдвинули на первый план необходимость поиска форм и методов маневрирования финансовыми ресурсами. На этом этапе происходит интенсивный рост экономического потенциала в развитых странах, аккумуляция капитала и ускорение его концентрации, централизация в руках крупных монополий. Происходит развитие акционерных обществ, преуспевающих кредитных и финансовых организаций, соответственно и финансового рынка. В данной ситуации возникают новые идеи по организации финансовых отношений между партнерами, более прогрессивные подходы к решению финансовых проблем. Почти каждый хозяйствующий субъект становится перед дилеммой, как в соответствующих условиях обеспечить возможности успешного функционирования, активного воздействия на конечные результаты своей деятельности. На начальной стадии становления комплексная система управления финансами предприятия была нацелена в основном на **обеспечение непрерывного функционирования производства посредством должного финансового обеспечения** этих процессов, рационального использования всех ресурсов для достижения положительных конечных результатов деятельности.

**Вторым** этапом в развитии ФМ явился мировой кризис 30-х годов XX в., вызвавший серьезные экономические затруднения у многих хозяйствующих субъектов большинства стран: спад производства, банкротство. В ситуации экономических потрясений на первый план выдвинулись проблемы выживания предприятий в мире усилившейся конкуренции и серьезных кризисных явлений. Многие из этих задач приходилось решать посредством умелого маневрирования денежными ресурсами, оптимизации объема, структуры затрат, имущества, капитала, активизации финансовых стимулов. В такой ситуации возникла объективная необходимость сознательного управления финансовыми процессами на уровне низового звена, принятия иногда рискованных решений, но приносящих впоследствии позитивные результаты. Обеспечение экономических интересов собственников, их коллектива, акционеров, партнеров заставило всех более **внимательно считать свои ресурсы, намечать их рациональное использование**, быстро реагировать на изменение условий хозяйствования, попытаться обосновать все хозяйственные и финансовые решения с учетом предполагаемой выгоды.

**Перелом** в развитии финансового менеджмента был связан с интеллектуальной революцией, подъемом хозяйства во многих развитых странах, начавшиеся в 40-х годах. Дальнейшее развитие общественных процессов, науки, так и рыночной инфраструктуры создали предпосылки для формиро-

вания научной целостной системы управления финансовой деятельностью предприятий. В значительной степени этому содействовали расширение финансовых операций в хозяйстве, появление новых финансовых институтов и модернизация ранее действующих, модификация учета, отчетности, разработка и внедрение новых, более прогрессивных форм и методов расчетов, прогнозирования, планирования, анализа и других форм контроля. Всем этим процессам сопутствовали повышение роли денег в экономических процессах, появление новых направлений, возможности вложений, аккумуляции и приумножения капитала, одновременно и увеличение рискованности хозяйственных и финансовых операций. В такой ситуации особенно важное значение приобрело **формирование рациональной системы управления финансами на микроуровне, так называемый финансовый менеджмент.** Вначале она создавалась на крупных предприятиях, корпорациях, но постепенно распространилась на большинство субъектов хозяйствования стран с рыночной экономикой.

Канадские ученые В. Джог, А. Ридинг, Г. Леви, М. Сорнат предложили выделить несколько важных этапов в развитии финансового менеджмента после Второй мировой войны, каждый из которых характеризовался направленностью научных исследований и практических разработок финансовых проблем:

1. Первая половина 50-х годов – создание теоретических основ применения дисконтных методов для оценки эффективности инвестиционных проектов, модели финансовых инвестиций (формирование портфеля ценных бумаг), позволяющих положительно влиять на снижение степени риска. Одновременно были обоснованы типовые модели управления оборотным капиталом, направленные на более рациональное использование денежных ресурсов, материальных запасов и средств в расчетах.

2. Первая половина 60-х годов – применение новых методов анализа имущества (активов) предприятия, акцентирование внимания на операциях с ценными бумагами.

3. 70-е годы – привлечение новых инструментов фондового рынка, прежде всего опционов, их использование при выборе и реализации инвестиционных проектов.

4. 80-е годы – введение многочисленных новшеств в методике и формах финансирования, кредитования хозяйствующих субъектов, в аккумуляции капитала и его расходовании, а также в способах страхования предприятий от рискованных потерь, последствий усиливающейся конкуренции.

Современный этап развития финансового менеджмента характеризуется широким применением компьютерной техники, тесным взаимодействием предприятий и финансового рынка по поводу покупки и продажи финансовых активов.

Расширение сферы воздействия финансовых рычагов на хозяйственную деятельность предприятия, как и зависимость его действий от его финансового состояния, изменило место и повысило значимость финансового менедж-

мента в общей системе управления производством. Не случайно на высшем уровне руководства крупных зарубежных фирм появилась **должность финансового директора**, являющегося заместителем президента фирмы, корпорации. На него возложена ответственность за формирование рациональной финансовой политики как важного элемента общей стратегии развития предприятия.

Особую важность приобретают проблемы эффективного использования финансов в рыночной экономике, которую часто называют просто денежной экономикой. Такое название отражает ее характер, поскольку большинство экономических процессов осуществляется посредством денег и ради их приумножения. Прежде всего, это касается низовых звеньев хозяйства, создание которых, как и дальнейшее функционирование, во многом зависит от наличия денежных средств, скорости их оборота и эффективного использования. Английский ученый и практик Д. Давес, принимающий непосредственное участие в управлении финансовой деятельностью таких крупных фирм, как IBM, Cenegeal Elektrik, McDonalds, пишет, что большинство предприятий (75-80 %) прекращает свою деятельность не из-за низкой рентабельности, убыточности, а **вследствие недостатка денег в определенный период времени**.

Финансовый менеджмент играет важную роль не только в практическом, но и научном аспекте. Перспективность этого научного направления подтверждается тем, что за последние годы ряд ученых, внесших весомый вклад в развитие финансового менеджмента, были награждены Нобелевскими премиями: Джеймс Тобин (1981) – «За анализ состояния финансовых рынков и их влияния на политику принятия решений в области расходов, на положение с безработицей, производством и ценами», Гарри Марковиц, Мертон Миллер и Уильям Шарп (1990) – «За вклад в теорию формирования цены финансовых активов», Майрон Скоулз и Роберт Мертон (1997) – «За метод оценки производных финансовых инструментов».

## **1.2. Финансовый менеджмент как система управления. Принципы финансового менеджмента.**

Менеджмент в общем виде – система экономического управления производством, которая включает совокупность приемов, методов и форм управления. Менеджмент включает теорию управления и практические образцы эффективного руководства. Обе части имеют дело с управлением как комплексным и конкретным явлением.

В системе управления различными аспектами деятельности любого предприятия в современных условиях наиболее сложным и ответственным звеном является управление финансами. В странах с рыночной экономикой принципы и методы этого управления еще на рубеже XIX—XX веков оформились в специализированную область знаний, получившую название "финансовый менеджмент".

За столетний период своего существования финансовый менеджмент значительно расширил круг изучаемых проблем – если при его зарождении он рассматривал в основном финансовые вопросы создания новых фирм и компаний, а впоследствии – управление финансовыми инвестициями и проблемы банкротства, то в настоящее время он включает практически все направления управления финансами предприятия. Ряд проблем финансового менеджмента в последние годы получили свое углубленное развитие в новых, относительно самостоятельных областях знаний – финансовом анализе, инвестиционном менеджменте, риск-менеджменте, антикризисном управлении предприятием при угрозе банкротства, слияниях и поглощениях.

ФМ сформировался на стыке трех наук: современной теории финансов; теории управления и бухгалтерского учета.

**ФМ и современная теория финансов.** Основной вклад теории финансов в теорию и практику финансового менеджмента сводится прежде всего к разработке категорийного аппарата, обособлению и трактовке фундаментальных концепций управления финансами, формулированию принципов функционирования отдельной компании в международной и (или) национальной финансовой среде, выработке универсальных инструментов финансового рынка, которыми при необходимости может воспользоваться любая компания, и др. Именно в рамках современной теории финансов сформулированы многие базовые концепции финансового менеджмента, объясняется методология управления финансами экономического (хозяйствующего) субъекта, характеризуются основные категории науки управления финансами, разрабатываются отдельные приемы, методы и инструменты, используемые для целей управления, дается их теоретическое обоснование.

**ФМ и теория управления.** Система управления – процесс целенаправленного, систематического и непрерывного воздействия управляющей подсистемы (или субъекта управления) на управляемую (или объект управления). Это воздействие осуществляется с помощью, так называемых общих функций управления, образующих замкнутый и бесконечно повторяющийся управленческий цикл. Управление финансами по базовым параметрам, естественно, вписывается в общую теорию управления, а при описании и структуризации финансового менеджмента эти функции находят адекватное отражение, в частности, в методиках финансового планирования, анализа, контроля и др.

**ФМ и бухгалтерский учет.** Практическая сторона финансового менеджмента задается его тесной связью с бухгалтерским учетом с позиции как информационного обеспечения деятельности финансового менеджера, так и совпадения объекта внимания представителей этих двух направлений, как-вым являются финансовые потоки и операции с ними, приводящие к изменению в активах и обязательствах предприятия. Не случайно в небольших фирмах определенная часть функций финансового менеджера возлагается на бухгалтера. Именно поэтому невозможно стать грамотным финансистом без

надлежащего и, заметим, весьма приличного знания концептуальных основ бухгалтерского учета, его логики и техники.

В нашей стране практика эффективного финансового менеджмента находится пока лишь в стадии становления, сталкиваясь с трудностями переходного периода, несовершенством нормативно-правовой базы, недостаточным уровнем подготовки специалистов.

Понятие менеджмента рассматривается с трех сторон:

- 1) как система управления
- 2) как организация управления
- 3) как форма предпринимательской деятельности (Д-ФМ-(Д с природой))

**Финансовый менеджмент представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств.**

ФМ включает стратегию и тактику управления и состоит из двух подсистем:

1) управляющей (субъект управления): финансовая дирекция и финансовые менеджеры, собственники предприятия.

2) управляемой (объект): кругооборот стоимости (капитала), финансовые ресурсы и их источники, финансовые отношения, денежный оборот.

Взаимодействия между субъектом и объектом управления осуществляется на принципе обратной связи.

Эффективное управление финансовой деятельностью предприятия обеспечивается реализацией ряда принципов, основными из которых являются:

**1. Принцип интегрированности – интегрированность с общей системой управления предприятием.** В какой бы сфере деятельности предприятия не принималось управленческое решение, оно прямо или косвенно оказывает влияние на формирование денежных потоков и результаты финансовой деятельности. Финансовый менеджмент непосредственно связан с производственным менеджментом, инновационным менеджментом, менеджментом персонала и некоторыми другими видами функционального менеджмента. Это определяет необходимость органической интегрированности финансового менеджмента с общей системой управления предприятием.

**2. Принцип комплексности – комплексный характер формирования управленческих решений.** Финансовый менеджмент должен рассматриваться как комплексная управляющая система, обеспечивающая разработку взаимозависимых управленческих решений, каждое из которых вносит свой вклад в общую результативность финансовой деятельности предприятия.

**3. Принцип динамизма – высокий динамизм управления.** В условиях нестабильной экономической ситуации быстро изменяются внешние и внутренние условия функционирования предприятия. Поэтому финансовому менеджменту должен быть присущ высокий динамизм, учитывающий изменение факторов среды, ресурсного потенциала, форм организации производ-

ственной и финансовой деятельности, финансового состояния и других параметров функционирования предприятия.

**4. Принцип вариативности – многовариантность подходов к разработке отдельных управленческих решений.** Подготовка каждого управленческого решения в сфере ФМ должна учитывать альтернативные возможности действий. При наличии альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику предприятия. Система таких критериев устанавливается самим предприятием.

**5. Принцип стратегической ориентированности – ориентированность на стратегические цели развития предприятия.** Какими бы эффективными не были управленческие решения в области финансовой деятельности в текущем периоде, они должны быть отклонены, если они вступают в противоречие с миссией (главной целью деятельности) предприятия, стратегическими направлениями его развития.

Эффективный финансовый менеджмент, организованный с учетом изложенных принципов, позволяет формировать ресурсный потенциал высоких темпов прироста производственной деятельности предприятия, обеспечивать постоянный рост собственного капитала, существенно повышать его конкурентную позицию на товарном и финансовом рынках, обеспечивать стабильное экономическое развитие в стратегической перспективе.

### 1.3. Функции финансового менеджмента

Финансовый менеджмент реализует свою главную цель и основные задачи путем осуществления определенных функций. Эти функции подразделяются на две основные группы, определяемые комплексным содержанием финансового менеджмента:

1) **функции финансового менеджмента как управляющей системы** (состав этих функций в целом характерен для любого вида менеджмента, хотя и должен учитывать его специфику);

2) **функции финансового менеджмента как специальной области управления предприятием** (состав этих функций определяется конкретным объектом финансового менеджмента).

Функции ФМ определяют формирование структуры управляющей системы.

Функции субъекта управления – общий вид деятельности, выражающий направление осуществления воздействия на отношения людей в хозяйственном процессе и в финансовой работе. Эти функции, т.е. конкретные виды управленческой деятельности последовательно складываются из сбора, систематизации, передачи, хранения информации, выработки и принятия управленческого решения, организации и контроля его исполнения. Эти стадии – содержание любого, в том числе и финансового управления.

Рассмотрим содержание основных функций финансового менеджмента в разрезе отдельных групп.

**В группе функций финансового менеджмента как управляющей системы основными из них являются:**

**1. Разработка финансовой стратегии предприятия.**

Финансовая стратегия предприятия рассматривается как неотъемлемая составная часть общей стратегии экономического развития предприятия. В процессе ее разработки исходя из общей стратегии экономического развития предприятия и прогноза конъюнктуры финансового рынка формируется система целей и целевых показателей финансовой деятельности на долгосрочный период; определяются приоритетные задачи, решаемые в ближайшей перспективе и разрабатывается политика действий предприятия по основным направлениям его финансового развития.

**2. Создание организационных структур, обеспечивающих принятие и реализацию управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия.** Такие структуры строятся по иерархическому или функциональному признаку с выделением конкретных "центров ответственности". В процессе реализации этой функции финансового менеджмента необходимо обеспечивать постоянную адаптацию этих организационных структур к меняющимся условиям функционирования предприятия и направлениям финансовой деятельности. Организационные структуры финансового менеджмента должны быть интегрированы в общую организационную структуру управления предприятием.

**3. Формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений.** В процессе реализации этой функции должны быть определены объемы и содержание информационных потребностей финансового менеджмента; сформированы внешние и внутренние источники информации, удовлетворяющие эти потребности; организован постоянный мониторинг финансового состояния предприятия и конъюнктуры финансового рынка.

**4. Осуществление анализа различных аспектов финансовой деятельности предприятия.** В процессе реализации этой функции проводятся экспресс – и углубленный анализ отдельных финансовых операций; результатов финансовой деятельности отдельных дочерних предприятий, филиалов и "центров ответственности"; **обобщенных** результатов финансовой деятельности предприятия в целом и в разрезе отдельных ее направлений.

**5. Осуществление планирования финансовой деятельности предприятия по основным ее направлениям.** Заключается в разработке системы текущих планов и оперативных бюджетов по основным направлениям финансовой деятельности, различным структурным подразделениям и по предприятию в целом. Основой такого планирования является разработанная фи-



нансовая стратегия предприятия, требующая конкретизации на каждом этапе его развития.

**6. Разработка действенной системы стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансовой деятельности.** Формируется система поощрений и санкций в разрезе руководителей и менеджеров отдельных структурных подразделений предприятия за выполнение или невыполнение установленных целевых финансовых показателей, финансовых нормативов и плановых заданий.

**7. Осуществление эффективного контроля за реализацией принятых управленческих решений в области финансовой деятельности.** Реализация этой функции финансового менеджмента связана с созданием систем внутреннего контроля на предприятии, разделением контрольных обязанностей отдельных служб и финансовых менеджеров, определением системы контролируемых показателей и контрольных периодов, оперативным реагированием на результаты осуществляемого контроля.

**В группе функций финансового менеджмента как специальной области управления предприятием основными из них является:**

**1. Управление активами.** Функциями этого управления являются выявление реальной потребности в отдельных видах активов и определение их суммы в целом, оптимизация состава активов, обеспечение ликвидности отдельных видов оборотных активов и ускорение цикла их оборота, выбор эффективных форм и источников их финансирования.

**2. Управление капиталом.** Определяется общая потребность в капитале для финансирования формируемых активов предприятия; оптимизируется структура капитала в целях обеспечения наиболее эффективного его использования; разрабатывается система мероприятий по рефинансированию капитала в наиболее эффективные виды активов.

**3. Управление инвестициями.** Функциями этого управления являются формирование важнейших направлений инвестиционной деятельности предприятия; оценка инвестиционной привлекательности отдельных реальных проектов и финансовых инструментов и отбор наиболее эффективных из них; формирование реальных инвестиционных программ и портфеля финансовых инвестиций; выбор наиболее эффективных форм финансирования инвестиций.

**4. Управление денежными потоками.** Функциями этого управления является формирование входящих и выходящих потоков денежных средств предприятия, их синхронизация по объему и во времени по отдельным предстоящим периодам, эффективное использование остатка временно свободных денежных активов.

**5. Управление финансовыми рисками и предотвращение банкротства.** Выявляется состав основных финансовых рисков, присущих хозяйственной деятельности данного предприятия; осуществляется оценка уровня этих рисков и объем связанных с ними возможных финансовых потерь в разрезе отдельных операций и по хозяйственной деятельности в целом; форми-

руется система мероприятий по профилактике и минимизации отдельных финансовых рисков, а также их страхованию; на основе постоянного мониторинга диагностируется уровень угрозы банкротства и при высоком ее уровне используются механизмы антикризисного финансового управления предприятием.

#### **1.4. Концепции финансового менеджмента [4, 5, 6]**

К фундаментальным концепциям финансового менеджмента можно отнести: 1) концепцию денежного потока; 2) временной ценности денежных ресурсов; 3) компромисса между риском и доходностью; 4) операционного и финансового рисков; 5) стоимости капитала; 6) эффективности рынка капитала; 7) асимметричности информации; 8) агентских отношений; 9) альтернативных затрат; 10) временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта; 11) имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования.

**Концепция денежного потока (cash flow concept).** Существуют различные модельные представления предприятия. Одна из распространенных моделей, составляющая суть концепции денежного потока, – представление предприятия как совокупности чередующихся притоков и оттоков денежных средств. В основе концепции предпосылка о том, что с любой финансовой операцией может быть ассоциирован некоторый денежный поток.

**Концепция временной ценности (the time value of money concept)** заключается в том, что денежная единица, имеющаяся сегодня, и денежная единица, ожидаемая к получению через какое-то время, не равноценны. Подобная неравноценность определяется тремя основными причинами: инфляцией, риском неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемостью. Основные положения концепции сформулированы в 1930 г. И. Фишером в работе «Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений», в 1958 году Дж. Хиршлейфером в работе «Теории оптимального инвестиционного решения».

**Концепция компромисса между риском и доходностью (risk and return tradeoff concept)** состоит в том, что получение любого дохода чаще всего сопряжено с риском, причем связь между этими взаимосвязанными характеристиками прямо пропорциональная. Суть концепции можно выразить следующим тезисом: ключевым критерием при планировании подавляющего большинства потенциально обещающих доход финансовых операций является критерий субъективной оптимизации соотношения {доходность (доход) — риск}. Теоретические основы этой концепции сформулированы в 1921 году Ф. Найтом, основателем Чикагской школы экономической теории, в книге «Риск, неопределённость, прибыль».

**Концепция операционного и финансового рисков (operating risk and financial risk concept)** предопределяется тем обстоятельством, что любой

фирме всегда свойственны два основных типа риска – операционный (предпринимательский и производственный) и финансовый. Дело в том, что любому бизнесу имманентно присуща специфическая черта – нехватка стратегических источников финансирования. Всегда существует множество заманчивых направлений инвестирования, однако собственного капитала не хватает, а потому фирма как юридически самостоятельный участник рынка факторов производства периодически выступает в роли заемщика, пытающегося на приемлемых финансовых условиях привлечь капитал лендеров на долгосрочной основе.

**Концепция стоимости капитала (cost of capital concept).** Большинство финансовых операций предполагает наличие некоторого источника финансирования данной операции. Бесплатных источников финансирования не существует. Эту характеристику необходимо учитывать, анализируя целесообразность принятия того или иного решения. Кроме того, минимальная средневзвешенная стоимость капитала максимизирует благосостояние собственников. Первые разработки осуществлены еще в 1938 году американским экономистом Д. Уильямсом в работе «Теория инвестиционной стоимости», продолжены в 1958 году Ф. Модильяни и М. Милером в работе «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций».

**Концепция эффективности рынка (capital market efficiency concept).** Она отражает зависимость ценовой эффективности фондового рынка от уровня информационного обеспечения его участников. В неоклассической теории финансов обсуждаемая концепция выражается путем формулирования и обоснования, так называемых *гипотез эффективности рынка* (efficient-market hypothesis), утверждающих о теоретически возможном существовании трех форм ценовой эффективности рынка – слабой, умеренной и сильной.

В условиях *слабой* формы эффективности текущие цены на акции полностью отражают динамику цен предшествующих периодов. Это означает, что дополнительное изучение имеющейся ценовой статистики (а это суть так называемого технического анализа) не принесет дополнительного знания об объявленных на рынке ценах (т. е. понимания того, что те или иные финансовые активы являются либо недооцененными, либо переоцененными).

В условиях *умеренной* формы эффективности текущие цены отражают не только имевшиеся в прошлом изменения цен, но и всю равнодоступную участникам информацию. Это означает, что дополнительное изучение всей равнодоступной информации, включая ценовую статистику (а это суть так называемого фундаментального анализа), не принесет дополнительного знания об объявленных на рынке ценах.

*Сильная* форма эффективности означает, что текущие цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, доступ к которым ограничен (так называемая инсайдерская информация). Иными словами, в условиях рынка с сильной формой эффективности группы его участников не могут надеяться на то, что существует некая общедоступная и (или) инсайдер-

ская информация, доступ к которой мог бы обеспечить им получение сверхприбыли от операций на рынке.

Наличие сильной формы эффективности практически недостижимо, да к этому и не стремятся, **поскольку асимметрия в информационном обеспечении как раз и предопределяет само существование рынка.** Каждый активный участник рынка предполагает, что именно он владеет информацией (статистической, оперативной, расчетно-аналитической и др.), недоступной другим, а потому и предпринимает действия по купле-продаже финансовых активов.

Обособление трех форм эффективности рынка капитала было предложено в 1967 г. исследователем из Чикагского университета Г. Робертсом. Детальную проработку этой идеи позднее в 1970 году осуществил Ю. Фама в работе «Эффективные рынки капитала: Обзор теоретических и практических исследований». Это послужило появлению многочисленных исследований в области прогнозирования повышения доходности отдельных видов ценных бумаг, связанной с их недооценкой рынком.

**Концепция асимметричной информации (asymmetric information concept)** тесно связана с только что рассмотренной концепцией эффективности рынка, а смысл ее в том, что отдельные категории лиц могут владеть информацией, недоступной всем участникам рынка в равной мере. Например, подобной информацией в отношении данной фирмы владеют ее топ-менеджеры; официальная торговля инсайдерской информацией запрещена. В результате потенциальные инвесторы несут впоследствии определенные потери. Авторами этой концепции являются американские экономисты С. Майерс и Н. Майджлаф, опубликовавшие ее в 1984 году в работе «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы».

**Концепция агентских отношений (agency relations concept)** состоит в том, что по отношению к любой фирме всегда можно обособить группы лиц, заинтересованных в ее деятельности, но интересы которых, как правило, не совпадают, что приводит к конфликту интересов.

Как любая социально-экономическая система, фирма может рационально функционировать лишь в том случае, если это не противоречит интересам лица (лиц или соответствующего органа), имеющего право и возможность решать ее судьбу. На начальных стадиях развития экономики, когда фирмы были незначительными по размеру, все зависело от хозяина, т. е. собственника фирмы. По мере появления различных видов организационно-правовых форм бизнеса (особенно акционерной формы его организации) происходит передача властных функций по управлению бизнесом от собственников (акционеров) к наемным профессиональным управленцам (менеджерам), которые, но сути, управляют фирмой, причем не обязательно руководствуясь лишь интересами собственников. В известном смысле происходит автономизация фирмы по отношению к собственникам. Понятно, что этот процесс не может не сопровождаться определенными противоречиями между основными

ми действующими лицами – собственниками (имеющими право распоряжения имуществом) и топ-менеджерами (осуществляющими текущее управление и контроль за состоянием и изменением имущества фирмы). Исходя из концепции деятельность топ-менеджеров будет эффективной тогда (соответствовать ожиданиям собственников), когда она будет дополнительно стимулироваться их участием в прибыли и соответственно контролироваться собственников (например, через проведение независимого аудита). Авторами этой концепции являются американские исследователи М. Дженсен и У. Меклинг, опубликовавшие в 1976 году работу «Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственников».

**Концепция альтернативных затрат (opportunity costs concept),** называемая также концепцией доходов упущенных возможностей, состоит в том, что принятие любого решения финансового характера в подавляющем большинстве случаев связано с отказом от какого-то альтернативного варианта, который мог бы принести определенный доход. Этот упущенный доход по возможности необходимо учитывать при принятии решений. Например, организация и поддержание любой системы контроля стоит определенных денег, т. е. налицо затраты, которых, в принципе, можно избежать; с другой стороны, отсутствие систематизированного контроля может привести к гораздо большим потерям. Не случайно в крупных фирмах всегда предусматривается создание службы внутреннего аудита, которая затратна по определению, не приносит прямого дохода, однако минимизирует прямые и косвенные потери от некачественного исполнения различными подразделениями своих функций.

**Концепция временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта (going concern concept)** означает, что компания, однажды возникнув, будет существовать вечно, у нее нет намерения внезапно свернуть работу, а потому ее инвесторы и кредиторы могут полагать, что обязательства фирмой будут исполняться. Эта концепция служит основой стабильности и определенной предсказуемости динамики цен на рынке ценных бумаг, дает возможность использовать фундаменталистский подход для оценки финансовых активов и принцип исторических цен при составлении бухгалтерской отчетности, снизить трансакционные затраты и др.

**Концепция имущественной и правовой обособленности субъекта хозяйствования (the firm and its owners separation concept)** состоит в том, что после своего создания хозяйствующий субъект представляет собой обособленный имущественно-правовой комплекс, т. е. его имущество и обязательства существуют обособленно от имущества и обязательств его собственников и других предприятий. В частности, одной из ключевых категорий во взаимоотношениях между предприятием, с одной стороны, и его кредиторами, инвесторами и собственниками, с другой стороны, является право собственности. Это право означает абсолютное господство собственника над вещью и выражается в совокупном наличии прав владения, пользования и распоряжения данной вещью. В соответствии с данной концепцией любой

актив, внесенный в качестве вноса в уставный капитал, поступает в собственность предприятия и, как правило, не может быть востребован собственником, например, в случае его выхода из состава учредителей (собственников).

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ ИМЕНИ Ф.СКОРИНЫ

## **Тема 1 – Концептуальные основы финансового менеджмента**

### **Лекция 2 – Организационные основы финансового менеджмента на предприятии**

- 2.1. Предпосылки функционирования финансового менеджмента на предприятии
- 2.2. Механизм финансового менеджмента.
- 2.3. Организационное обеспечение финансового менеджмента. Центры ответственности
- 2.4. Цели и задачи финансового менеджмента

#### **2.1. Предпосылки функционирования финансового менеджмента на предприятии**

Знание функций и принципов ФМ еще не является основанием для его эффективного применения на предприятиях. Для этого должны существовать предпосылки внедрения ФМ в практику деятельности предприятия, которые могут быть внутренними и внешними.

##### **Внешние:**

1. Развитие рыночных отношений
2. Организационные преобразования механизма хозяйствования предприятий, ориентированные на их экономическую самостоятельность и заинтересованность в высоких результатах своей деятельности
3. Создание и развитие рыночной инфраструктуры:
  - расширение сети финансовых и кредитных учреждений, обеспечивающих аккумуляцию и постоянное движение денежных средств (развитие финансового рынка)
  - разветвленная сеть информационных центров, фирм, накапливающих, обрабатывающих и передающих информацию о ситуации в стране, на финансовом рынке и т.д. (информация – важнейший фактор принятия управленческих решений)
  - система сервисного обслуживания предприятия через маркетинговые, контроллинговые, инжиниринговые и другие специализированные фирмы
4. Правовое обеспечение экономических действий хозяйствующих субъектов (отличающихся четкостью, постоянством, взаимной увязкой законодательных актов)
5. Должный культурный уровень:
  - общего и профессионального образования
  - культуры общения с партнерами, подчиненными, руководством.

##### **Внутренние:**

1. Оперативная и финансовая самостоятельность предприятия
2. Налаженный бухгалтерский учет и отчетность

3. Компьютеризация обработки и анализа информации
4. Наличие профессиональных менеджеров, обладающих:
  - глубокими теоретическими знаниями экономики, финансов
  - практическими навыками планирования, финансирования, кредитования, расчетов, операций с ценными бумагами и т.п.
  - находчивостью, быстротой реакции на экономические события
  - коммуникабельностью, умелой организацией финансовой текущей работы и высокой ответственностью за порученное дело.

Высокие требования к управлению финансовой деятельностью обусловлены не только важностью данного участка работы, но и его сложностью, многогранностью решаемых задач в процессе принятия и реализации управленческих решений.

Повышение эффективности финансового менеджмента в значительной степени зависит от решения тех проблем, которые сдерживают его развитие на современных предприятиях. В экономической литературе выделяют **три основные группы проблем**.

*Первая группа* связана с особенностями вхождения постсоветских экономик в рыночные отношения. К этим особенностям можно отнести:

- низкий уровень менеджмента на предприятии;
- плохую организацию внутрифирменного планирования, включая и финансовое планирование;
- низкий уровень ответственности руководителей предприятий перед собственниками за последствия принимаемых решений;
- низкий уровень трудовой мотивации у работников и др.

*Вторая группа* связана с отсутствием достоверной информации, используемой при управлении финансами. Такими проблемами являются:

- отсутствие систематической и полной информации об имеющихся финансовых ресурсах при определении финансового состояния предприятия;
- несоответствие и отсутствие взаимной увязки в различных видах отчетности;
- низкий уровень подготовки финансовых менеджеров.

*Третья группа* связана с низким уровнем правового и экономического государственного регулирования экономики.

## **2.2. Механизм финансового менеджмента**

Процесс управления финансовой деятельностью предприятия базируется на определенном механизме.

**Механизм финансового менеджмента представляет собой систему основных элементов, регулирующих процесс разработки и реализации управленческих решений в области финансовой деятельности предприятия.** В структуру механизма финансового менеджмента входят следующие элементы:



**1. Государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности предприятия.** Принятие законов и других нормативных актов, регулирующих финансовую деятельность предприятий, представляет собой одно из направлений реализации внутренней финансовой политики государства.

**2. Рыночный механизм регулирования финансовой деятельности предприятия.** Этот механизм формируется в сфере финансового рынка в разрезе отдельных его видов и сегментов. Спрос и предложение на финансовом рынке формируют уровень цен (ставки процента) и котировок по отдельным финансовым инструментам, определяют доступность кредитных ресурсов в национальной и иностранной валютах, выявляют среднюю норму доходности капитала, определяют систему ликвидности отдельных фондовых и денежных инструментов, используемых предприятием в процессе своей финансовой деятельности. По мере углубления рыночных отношений роль рыночного механизма регулирования финансовой деятельности предприятий будет возрастать.

**3. Внутренний механизм регулирования отдельных аспектов финансовой деятельности предприятия.** Механизм такого регулирования формируется в рамках самого предприятия. Так, ряд аспектов финансовой деятельности регулируется требованиями устава предприятия, другие – разработанными на предприятии финансовой стратегией и целевой финансовой политикой. Кроме того, на предприятии разрабатывается система внутренних нормативов и требований по отдельным (учетная политика, должностные инструкции) направлениям финансовой деятельности.

**4. Система конкретных методов и приемов осуществления управления финансовой деятельностью предприятия.** В процессе управления финансами предприятия используется обширная система методов и приемов, с помощью которых достигаются необходимые результаты. Их можно разделить на три большие группы: **общеэкономические, прогнозно-аналитические и специальные.**

К первой группе относятся: кредитование, ссудно-заемные операции, система кассовых и расчетных операций, страхование, система расчетов, финансовых санкций, трастовые, залоговые, трансфертные операции, система амортизационных отчислений и налогообложения и др. Основные параметры этой группы методов, задаются централизованно на уровне государственного управления экономикой.

Во вторую группу входят: финансовое планирование, налоговое планирование, методы прогнозирования, факторный анализ, моделирование и др. В применении этих методов предприятие имеет полную свободу.

Третья группа методов, применение которых в нашей практике ФМ находится на стадии становления – это дивидендная политика, финансовая аренда, факторинговые операции, франчайзинг, фьючерсы и т.п. В основе многих из этих методов лежат производные финансовые инструменты.

### 2.3. Организационное обеспечение финансового менеджмента. Центры ответственности

**Система организационного обеспечения финансового менеджмента** представляет собой взаимосвязанную совокупность внутренних структурных служб и подразделений предприятия, обеспечивающих разработку и принятие управленческих решений по отдельным аспектам его финансовой деятельности и несущих ответственность за результаты этих решений.

Для крупной компании наиболее характерно обособление специальной функциональной службы, руководимой финансовым директором (вице-президентом по финансам) и, как правило, включающей бухгалтерию и финансовый отдел. В небольших предприятиях роль финансового директора обычно выполняет главный бухгалтер.

**Статус финансового менеджера на предприятии.** Финансовый менеджер является ключевой фигурой в системе управления современным предприятием. Как правило, это высококвалифицированный специалист, владеющий передовыми управленческими технологиями, современными теоретическими знаниями и практическими навыками в сфере финансов, финансовых расчетов и финансовой отчетности.

Финансовый менеджер обладает хорошей бизнес-интуицией. Каждое свое управленческое решение он строит на учете широкого спектра факторов:

- конкурентной среды,
- необходимости постоянного технологического совершенствования материально-технической базы предприятия,
- потребности в капитальных вложениях,
- меняющегося налогового законодательства,
- мировой конъюнктуры,
- политической нестабильности,
- информационных тенденций,
- изменений процентных ставок и ситуации на фондовом рынке и т.п.

Финансовый менеджер несет личную ответственность за состояние финансов предприятия. На любом этапе его развития менеджер должен быть готов решить следующие задачи:

- какова должна быть величина и оптимальный состав активов предприятия, позволяющих достичь поставленных бизнес-целей;
- где найти источники финансирования и каков должен быть их оптимальный состав;
- как организовать текущее и перспективное управление финансовой деятельностью предприятия, обеспечивающее ему платежеспособность, кредитоспособность и финансовую устойчивость.

**Обязанности финансовых менеджеров** – это систематизированный перечень обязательных видов финансовой работы, подлежащих выполнению финансовым менеджером. Полнота этого перечня и обязательность выполнения включенных в него работ являются гарантией надлежащего качества финансового управления. Основные функциональные обязанности финансовых менеджеров приведены в таблице.

Таблица – Функциональные обязанности финансовых менеджеров

Сфера профессиональной деятельности	Функциональные обязанности
В области планирования	
В области управления капиталом	
В области анализа и контроля	
В области минимизации рисков	
В области налогового планирования	
В области информационных систем управления	
Прочие сферы	

На практике наряду с традиционной системой управления финансами все чаще используется управление на основе центров ответственности.

**Центр ответственности** - структурное подразделение предприятия, которое полностью контролирует те или иные аспекты финансовой деятельности, принимает управленческие решения в рамках этих аспектов и несет полную ответственность за выполнение доведенных ему плановых или нормативных финансовых показателей.



**Формирование системы организационного обеспечения финансового менеджмента на предприятии предусматривает следующий алгоритм действий:**

- 1) исследование особенностей функционирования отдельных структурных подразделений с позиции их влияния на отдельные аспекты формирования и использования финансовых ресурсов;
- 2) определение основных типов центров ответственности в разрезе структурных подразделений предприятия;
- 3) формирование системы прав, обязанностей и меры ответственности руководителей структурных подразделений, определенных как центр финансовой ответственности;
- 4) разработка и доведение центрам ответственности плановых или нормативных показателей, финансовых заданий в форме текущих или капитальных бюджетов;
- 5) обеспечение контроля за выполнением установленных заданий центрами ответственности путем получения соответствующей информации (отчетов), ее анализа и установление причин отклонений.

Проблема в том, что цели менеджера и собственника могут не совпадать, а иногда и противоречить друг другу. Как известно, целью корпорации является максимизация стоимости принадлежащих акционерам акций. Так, профессиональные менеджеры получают свои доходы (высокую заработную плату, премии, льготы по социальному обеспечению) из средств компании. Собственники компании получают свои дивиденды только после того, как будут сделаны все выплаты. Следовательно, чем больше средств будет уплачено собственникам в виде дивидендов, тем меньше их останется для оплаты окладов, премий и льгот. И наоборот.

Поэтому менеджеры, преследуя свои интересы, могут пойти на различные действия:

- завышать собственные трудозатраты для обоснования высокой оплаты труда для себя;
- заключать договора на сбыт продукции по ценам, при которых объем продаж растет быстрее, чем чистый доход компании;
- занижать объявленную прибыль, используя метод ускоренной амортизации основных фондов или метод ЛИФО для учета покупных ресурсов.

В связи расхождением целей номинального (акционеры) и фактического (менеджеры) руководства компании необходим выбор оптимальной схемы стимулирования менеджеров. Для разрешения противоречий в интересах менеджеров и собственников возможно следующее:

- увеличение в оплате менеджеров доли премии в виде участия в прибыли;
- замена части оклада на акции компании;
- премирование менеджеров в форме опционов на покупку акций управляемой ими компании.

В соответствии с опционным договором компания берет на себя обязательство продать менеджеру свои акции через определенный срок по заранее оговоренной фиксированной цене. Если к сроку реализации опциона цена акций выросла, то менеджер может их выкупить и получить доход, продав их на рынке по более высокой цене. Опционная схема мотивации выгодна и акционерам, и менеджеру. Опционные программы рассчитаны на 5-7, даже 10 лет и позволяют удерживать руководителя в компании. Кроме того, такая схема мотивации позволяет сэкономить на повышении заработной платы, повышается заинтересованность менеджеров в росте капитализации компании.

Недостатки стратегии стимулирования менеджеров опционами:

- между качеством работы менеджеров и курсом акций не всегда может быть прямая связь;
- для оценки роли менеджера в динамике стоимости акций необходимо сравнить ее с движением цен на акции конкурентов компании;
- использование опционов ведет к тому, что менеджеры будут охотно рисковать активами компании;
- опционы могут стать не формой поощрения, а изощренной схемой передела собственности;
- обвал рынка акций может уничтожить всю систему поощрения.

Опционы в форме стимулирования акционеров широко используются в США (Силиконовая долина), в Европе к опционам – сдержанное отношение, т.к. считается, что цена акций не всегда соответствует их рыночной стоимости. В России использовалось в практике работы «ЮКОС», «Газпром».

Эффективная система финансового менеджмента позволяет в полном объеме реализовать стоящие перед ним цели и задачи, способствует результативному осуществлению функций финансового управления предприятием.

## 2.4. Цели и задачи финансового менеджмента

С учетом содержания и принципов финансового менеджмента формируются его цели и задачи.

Основными задачами, направленными на достижение главной цели ФМ являются:

**1. Обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов в соответствии с целями развития предприятия в предстоящем периоде.** Эта задача реализуется путем определения общей потребности в финансовых ресурсах, оптимизации объема и структуры источников формирования финансовых ресурсов.

**2. Обеспечение наиболее эффективного использования сформированного объема финансовых ресурсов в разрезе основных направлений деятельности предприятия.**

Предполагает оптимальное распределение средств на цели производственного и социального развития предприятия, выплаты необходимого уровня доходов на инвестированный капитал собственникам предприятия и т.п. При этом должны быть учтены стратегические цели развития и возможный уровень отдачи вкладываемых средств.

**3. Оптимизация денежного оборота.** Эта задача решается путем эффективного управления денежными потоками предприятия в процессе кругооборота его денежных средств, обеспечением синхронизации объемов поступления и расходования денежных средств по отдельным периодам, поддержанием необходимой ликвидности оборотных активов. Результат такой оптимизации – минимизация среднего остатка свободных денежных активов, обеспечивающая снижение потерь от их неэффективного использования и инфляции.

**4. Обеспечение максимизации прибыли предприятия при предусматриваемом уровне финансового риска.** Максимизация прибыли достигается за счет совершенствования управления активами предприятия, вовлечения в хозяйственный оборот заемных финансовых средств, взвешенного выбора направлений операционной и финансовой деятельности, применения эффективной налоговой, амортизационной и дивидендной политики. Решая эту задачу, необходимо иметь в виду, что максимизация прибыли предприятия достигается, как правило, при существенном возрастании уровня финансовых рисков, так как между этими двумя показателями существует прямая связь. Поэтому максимизация прибыли должна обеспечиваться в пределах допустимого финансового риска, конкретный уровень которого устанавливается собственниками или менеджерами предприятия с учетом их финансового менталитета (отношения к степени допустимого риска при осуществлении хозяйственной деятельности).

**5. Обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития.** Такое равновесие характеризуется высоким уров-

нем финансовой устойчивости и платежеспособности предприятия на всех этапах его развития и обеспечивается формированием оптимальной структуры капитала и активов, эффективными пропорциями в объемах формирования финансовых ресурсов за счет различных источников, достаточным уровнем самофинансирования инвестиционных потребностей

Все рассмотренные задачи финансового менеджмента теснейшим образом взаимосвязаны, хотя отдельные из них и носят разнонаправленный характер (например, обеспечение максимизации суммы прибыли при минимизации уровня финансового риска, обеспечение формирования достаточного объема финансовых ресурсов и постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития и т. п.). Поэтому в процессе финансового менеджмента отдельные задачи должны быть оптимизированы между собой для наиболее эффективной реализации его главной цели.

Что является целями управления финансами хозяйствующего субъекта?

- выживание фирмы в условиях конкурентной борьбы;
- избежание банкротства и крупных финансовых неудач;
- лидерство в борьбе с конкурентами;
- максимизация рыночной стоимости фирмы;
- устойчивые темпы роста экономического потенциала фирмы;
- рост объемов производства и реализации;
- максимизация прибыли;
- минимизация расходов;
- обеспечение рентабельной деятельности и т.д.

**Главной целью финансового менеджмента является обеспечение максимизации благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде.** Эта цель получает конкретное выражение в обеспечении максимизации рыночной стоимости предприятия, что реализует конечные финансовые интересы его владельцев. Эта цель вступает в противоречие с распространенным у нас мнением о том, что главной целью финансовой деятельности предприятия является максимизация прибыли. Дело в том, что максимизация рыночной стоимости предприятия далеко не всегда автоматически достигается при максимизации его прибыли. Так, полученная высокая по сумме и уровню прибыль может быть полностью израсходована на цели текущего потребления, в результате чего предприятие будет лишено основного источника формирования собственных финансовых ресурсов для своего предстоящего развития (а неразвивающееся предприятие утрачивает в перспективе достигнутую конкурентную позицию на рынке, сокращает потенциал формирования собственных финансовых ресурсов за счет внутренних источников, что в конечном итоге приводит к снижению его рыночной стоимости). Кроме того, высокий уровень прибыли предприятия может достигаться при соответственно высоком уровне финансового риска и угрозе банкротства в последующем периоде, что также может обусловить снижение его рыночной стоимости. Поэтому в рыночных условиях максимизация при-

были может выступать как одна из важных задач финансового менеджмента, но не как главная его цель.

Предположим, что финансовый менеджер компании *A* делает выбор между двумя альтернативными инвестиционными проектами *P1* и *P2*:

**Ожидаемый доход на акцию (руб.)**

	1	2	3	4	Итого
P1	10	10	20	40	80
P2	20	20	20	15	75

Основываясь на критерии максимизации суммарного дохода на акцию, следует предпочесть проект *P1*. Однако, безупречен ли такой вывод? Очевидно, что в этом случае не учтена временная ценность денег. Если последнее принять во внимание, первый проект может оказаться более привлекательным, поскольку обеспечивает значительно большее поступление денежных средств в первый год; эти средства могут быть реинвестированы и принести дополнительный доход. Кроме этого, значительное повышение дохода на акцию в 4 году может быть связано с высоким риском и вероятностью снижения рыночной стоимости предприятия в будущем.