

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

Под редакцией В. А. Черненко, К. И. Федорова

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

*Учебник и практикум
для академического бакалавриата*



Нестор-История
Санкт-Петербург
2016

Авторский коллектив Санкт-Петербургского
государственного экономического университета:

Черненко Владимир Анатольевич — доктор экономических наук, Почетный работник высшего профессионального образования Российской Федерации, профессор, заведующий кафедрой корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Бочаров Владимир Владимирович — доктор экономических наук, заслуженный деятель науки РФ, профессор кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов
Федоров Константин Иванович — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Молдован Артем Анатольевич — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Румянцева Татьяна Валерьевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента организации факультета менеджмента

Скороход Александрина Юрьевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Тереладзе Давид Ираклиевич — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Федорова Светлана Викторовна — кандидат экономических наук, профессор кафедры предпринимательства в туризме факультета туризма и гостеприимства

Шведова Наталия Юрьевна — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Юрьев Сергей Владимирович — кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса факультета экономики и финансов

Черненко В. А.

Ч-49 Финансовый менеджмент: учебник и практикум для академического бакалавриата. Серия: Бакалавр. Академический курс / под ред. В.А. Черненко, К.И. Федорова. — СПб. : Нестор-История, 2016. — 544 с.

ISBN 978-5-4469-0863-9

В учебнике рассматриваются теоретические, методологические и практические аспекты современного финансового менеджмента. Изложены основные закономерности управления финансовой деятельностью компаний, условия и методы формирования финансовых стратегий, в том числе в условиях кризисных ситуаций. Отдельные разделы посвящены исследованию финансовой среды, методам финансового анализа, анализу положения компании на рынке ценных бумаг и стоимостной оценки инвестиционной привлекательности компании и др. В соответствии с логикой содержания учебника предложены: стратегии управления оборотным капиталом, дебиторской задолженностью, управления денежными потоками и др.

В работе содержится материал по вопросам антикризисного управления организацией, этапам, видам и методам кризисной и антикризисной диагностики компании. Уделяется внимание зарубежным и российским моделям прогнозирования банкротства организации и особенностям их применения; содержится материал и на английском языке.

Содержание учебника соответствует требованиям Федерального государственного образовательного стандарта высшего образования.

*Для студентов вузов, обучающихся по направлениям:
«Экономика», «Менеджмент», «Финансы и кредит».*

ISBN 978-5-4469-0863-9



9 785446 908639

© В.А. Черненко, К.И. Федоров, 2016

© Коллектив авторов, 2016

© Издательство «Нестор-История», 2016

Предисловие

Зависимость от мирового рынка капитала, отсутствие надлежащего контроля за движением финансовых ресурсов, проблемы в банковской системе, незначительный инвестиционный вклад фондового рынка в национальную экономику обязывают корпорации принимать гибкие и разнообразные управленческие и финансовые решения.

Усиление конкуренции на рынке вызывает необходимость построения компанией соответствующей модели, позволяющей диагностировать финансовые проблемы с учетом изменения правового поля и состояния финансового рынка.

Финансовый менеджмент как базовая дисциплина направлен на решение стратегических и тактических задач корпорации, используя широкий спектр финансовых инструментов.

Достижение эффективности любого бизнеса является сложным системным процессом, связанным с переходом управления финансовой деятельностью компании на новый качественный уровень, охватывающим все стороны производственных и финансовых отношений.

Мировой опыт свидетельствует, что рост эффективности корпораций связан с их качественным развитием и прежде всего — с оптимизацией расходования ресурсов. В условиях их ограниченности и неустойчивого фондирования достижение конкурентоспособности бизнеса возможно только с помощью продуктивного финансового менеджмента. Современная финансовая политика российского бизнеса должна учитывать не только высокую волатильность экономики, но и долговременность и многофакторность влияния финансового кризиса и его отрицательные последствия.

Одной из важнейших составляющих финансового менеджмента является разработка методов управления финансовой устойчивостью компании с учетом факторов и рисков, определяющих ее финансовое состояние, которое основывается на комплексном исследовании деятельности компании в условиях изменяющейся внешней среды.

Сегодня корпорация может эффективно функционировать только при адекватном финансовом состоянии, которое определяется рядом показателей, отражающих наличие и использование финансовых

ресурсов. Для оценки такого состояния требуется всесторонний анализ всех направлений финансовой деятельности хозяйствующего субъекта, целью которого являются не только установление и оценка финансового состояния и финансовой устойчивости, но и определение направлений улучшения его деятельности.

В настоящее время опубликовано много интересных и оригинальных изданий по различным аспектам анализа и оценки финансового состояния компаний. В предложенном учебнике рассматриваются не только теоретические основы финансового менеджмента, но и разнообразные финансовые решения краткосрочного и долгосрочного характера, в том числе необходимая в условиях глобализации внешнеэкономических связей, ужесточения международной и внутренней конкуренции, нестабильности экономической конъюнктуры и финансовых рынков система антикризисного управления как комплекс организационно-управленческих мер, направленных на оздоровление бизнеса.

Содержание учебника повысит профессиональные знания студентов, обучающихся по направлениям «Экономика», «Менеджмент» и «Финансы и кредит». Изучение дисциплины «Финансовый менеджмент» основывается на действующем законодательстве: Конституции РФ, Гражданском, Бюджетном, Налоговом кодексах РФ, законах и постановлениях органов законодательной власти, а также на подзаконных актах и правовых нормах, связанных с финансово-экономическими отношениями хозяйствующих субъектов.

В рамках предложенного курса авторы сочли необходимым обобщить опыт управления финансовыми отношениями компаний в условиях постоянно трансформирующейся имманентной и симптоматической среды.

Логика построения учебника состоит в раскрытии содержания финансового менеджмента, его концепций, анализе условий и методов формирования финансовых стратегий, в том числе в условиях кризисных ситуаций.

Отличительной особенностью данного издания является наличие в каждой главе практикума, включающего контрольные вопросы и задания, кейсы, тесты.

Раздел 5 «Управление затратами в корпорации» предложен на английском языке.

Учебник состоит из пяти разделов и восемнадцати глав.

В первом разделе рассмотрены понятие финансового менеджмента, его цели, задачи и функции, процесс организации в компании, ее финансовое и информационное обеспечение, освещены концепции финансового менеджмента.

Во втором и третьем разделах исследованы вопросы принятия финансовых решений, носящих краткосрочный и долгосрочных характер, в том числе управления оборотным капиталом, запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами, капиталом организации, инвестиционная деятельность компании и др.

В четвертом разделе рассмотрены вопросы антикризисного управления организацией, приведены параметры, этапы и методы диагностики финансового состояния компании, методы прогнозирования банкротства, вопросы разработки и реализации антикризисной стратегии на предприятии, формы и методы реструктуризации, роль маркетинга, инвестиций и инноваций в антикризисном управлении.

Изучив материал учебника, студент должен

знать:

- содержание, принципы, цели, задачи, механизм финансового менеджмента и факторы, определяющие его организационную структуру в компании;
- этапы, виды и методы диагностики компании;
- источники финансовой информации;
- методы финансового анализа, анализа положения компании на рынке ценных бумаг и стоимостной оценки инвестиционной привлекательности компании;
- сущность и виды оборотных активов, стратегий управления оборотным капиталом, управления запасами, дебиторской задолженности, денежных потоков;
- основные источники привлечения капитала организациями, финансирования их инвестиционной деятельности;
- сущность, цель и задачи антикризисного управления организацией;
- этапы, виды и методы кризисной и антикризисной диагностики предприятия;
- зарубежные и российские модели прогнозирования банкротства предприятия и особенности их применения.

уметь:

- определять цель и задачи финансового менеджмента для различных компаний, цену различных элементов собственного и заемного капитала, эффективность реструктуризации и реорганизации экономических субъектов;
- использовать на практике методы финансовой диагностики компании, оценки эффективности инвестиций;
- самостоятельно находить из разнообразных источников информацию, удовлетворяющую всем необходимым требованиям при принятии финансовых и инвестиционных решений;
- осуществлять анализ эффективности использования и стратегии управления оборотным капиталом, запасами и затратами, дебиторской задолженностью, денежными потоками;

- разрабатывать стратегии антикризисного управления организацией с учетом состояния факторов внешней и внутренней среды и фаз жизненного цикла организации, механизмы управления и финансирования сделками слияний и поглощений.

владеть:

- методами формирования организационной структуры финансового менеджмента, адекватной общей системе управления компании и характеру решаемых задач, анализа финансового состояния организации и прогнозирования банкротства;
- навыками анализа информации в области финансовых рынков, исследования способов привлечения и размещения капитала, управления рисками с помощью инструментов финансовых рынков;
- инструментами разработки стратегии управления оборотным капиталом, запасами, дебиторской задолженностью, денежными потоками;
- методами обоснования финансовых и инвестиционных решений с использованием показателя «средневзвешенная стоимость капитала организации при осуществлении инвестиционных проектов»;
- методиками управления эффектами операционного и финансового левериджа, расчета и оценки рисков, расчета и измерения доходности финансового актива.

Раздел I.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

Глава 1. Организация финансового менеджмента компании

Изучив материал главы, студент должен

знать:

- содержание и принципы финансового менеджмента;
- цели и задачи финансового менеджмента;
- механизм финансового менеджмента;
- факторы, определяющие организационную структуру финансового менеджмента в компании;
- обязанности финансового менеджера в организации.

уметь:

- сформулировать предмет, объект и метод финансового менеджмента как науки;
- охарактеризовать объект, функции и механизм финансового управления;
- определять цель и задачи финансового менеджмента для различных компаний.

владеть:

- методами формирования организационной структуры финансового менеджмента, адекватной общей системе управления компании и характеру решаемых задач.

Ключевые слова: финансовый менеджмент; принципы финансового менеджмента; цель финансового менеджмента; организационная структура финансового менеджмента компании; функции финансового менеджера.

1.1. Содержание финансового менеджмента и его место в системе управления компании

Финансовый менеджмент можно рассматривать как науку и как вид управленческой деятельности в компании.

Как научное направление финансовый менеджмент имеет свой объект, предмет и теоретико-методологическую базу исследования, а также специфический понятийный аппарат.

Финансовый менеджмент как наука представляет собой систему знаний о методологии и технике управления финансовыми ресурсами компаний для достижения стратегических целей и решения тактических задач.

В качестве *объекта* исследования финансового менеджмента выступают финансовые отношения компаний, осуществляющих свою деятельность в условиях рынка и взаимодействующих в ходе своего функционирования с другими компаниями и органами государственного управления.

В процессе своего развития финансовый менеджмент как наука существенно расширил диапазон исследуемых им проблем. Первоначально это были финансовые проблемы создания предприятий, управления собственными и заемными средствами, инвестициями и т.п. В настоящее время финансовый менеджмент помимо изучения практически всех проблем, связанных с функционированием финансов компании, особое внимание уделяет таким направлениям, как управление рисками, бюджетирование, антикризисный менеджмент, кэш-менеджмент, инвестиционный менеджмент и др.

Предметом исследования финансового менеджмента являются принципы и методы разработки и реализации управленческих решений, направленных на оптимизацию финансовых отношений предприятий, выражаемых в формировании, распределении и использовании финансовых ресурсов и организации оборота денежных средств.

Принятие любого решения в области финансов компаний требует знаний концептуальных основ финансового управления и научно обоснованных методов их реализации, общих закономерностей развития рыночной экономики, а также других сопряженных дисциплин, таких как экономическая теория, финансовая математика, корпоративные финансы, финансы и кредит, рынок ценных бумаг и другие. В ходе исследования финансовый менеджмент использует такие общенаучные методы и приемы, как метод сравнительного и выборочного анализа, анализ и синтез, метод научных абстракций, экономико-математический инструментарий.

Как одна из базовых подсистем общей системы управления компаний финансовый менеджмент представляет собой деятельность по обеспечению устойчивого текущего и перспективного финансового положения предприятия, его платежеспособности, ликвидности и доходности.

Являясь составной частью общей системы управления, финансовый менеджмент призван решать те же задачи по организации, предвидению, координации, мотивации и контролю, как и любая управленческая деятельность. Вместе с тем финансовый менеджмент имеет выраженную специфику — управление денежными потоками

ми, — поэтому его функции в значительной мере предопределены задачами финансов компаний.

Рассмотрение финансового менеджмента как *особого вида управленческой деятельности* требует выделения объекта управления, функций управления и механизма управления. В финансовом менеджменте управленческие решения, направленные на оптимизацию финансовых отношений компаний, принято подразделять на две группы: финансовые, связанные с формированием капитала организации, и инвестиционные, связанные с выбором объектов инвестирования. Для того чтобы иметь более полное представление об объектах финансового менеджмента, достаточно представить баланс компании, где каждая статья — отдельный объект финансового управления (рис. 1.1).

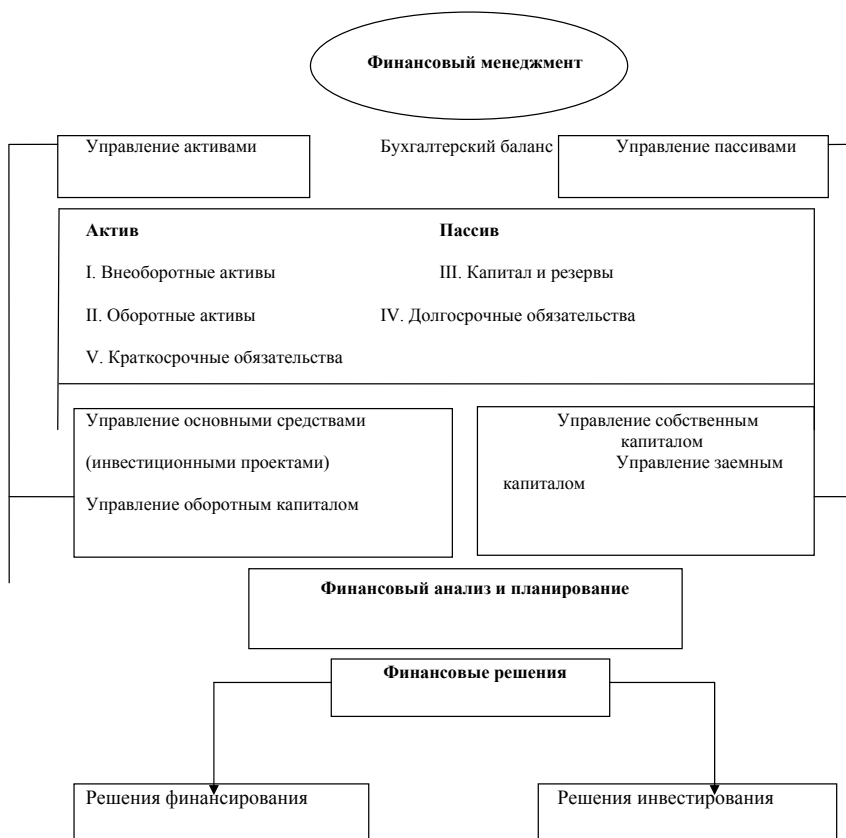


Рис. 1.1. Структура финансового менеджмента с точки зрения оптимизации баланса

На основе рассмотрения различных сочетаний разделов баланса обособляются отдельные функции и задачи финансового менеджмента¹.

1. Обособление разделов I и II обуславливает задачи по управлению активами (ресурсным потенциалом); сюда относятся следующие задачи: определение общего объема ресурсов, оптимизация их структуры, управление вложениями во внеоборотные активы, управление производственными запасами, дебиторской задолженностью, денежными средствами.

2. Обособление разделов III, IV и V обуславливает задачи по управлению источниками финансирования; сюда относятся следующие задачи: управление собственным и заемным капиталом, обоснование структуры источников финансирования, выбор способов мобилизации капитала, дивидендная политика и др.

3. Обособление разделов I, III и IV обуславливает финансовые решения долгосрочного характера, т.е. задачи по управлению инвестиционными программами, включая обоснование направлений развития материально-технической базы компании, выбор источников ее финансирования, обеспечение финансовой устойчивости компании.

4. Обособление разделов II и V обуславливает финансовые решения краткосрочного характера, т.е. задачи по управлению текущей финансовой деятельностью, включая управление ликвидностью и платежеспособностью на базе согласованного управления оборотными активами и источниками их финансирования.

Функции финансового менеджмента различаются в зависимости от подхода к управлению финансами компании (процессный, объектный или смешанный).

Процессный подход основывается на том, что финансовый менеджмент, являясь составной частью общей системы управления, призван решать те же задачи по организации, предвидению, координации, мотивации и контролю, как и любая управленческая деятельность, только с уклоном в область финансов. Отсюда выделение таких функций финансового менеджмента, как организационная, прогнозирование, стимулирующая, контроля и т.п.

Наряду с процессным подходом к функциям финансового менеджмента получил широкое распространение «объектный» подход. В основе данного подхода лежит процесс управления конкретными объектами финансового менеджмента, например инвестициями, денежными ресурсами, капиталом, финансовыми рисками и т.п.

¹ Ковалёв В. В. Финансовый менеджмент: теория и практика. — 2-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби; изд-во «Проспект», 2007. С. 58.

Механизм финансового менеджмента — это система финансовых инструментов, рычагов и методов, с помощью которых в рамках действующей нормативно-правовой базы обосновываются и принимаются финансовые и инвестиционные управленческие решения, направленные на достижение целей деятельности компании.

Учебная дисциплина «Финансовый менеджмент» имеет свою структуру и содержание, логику изложения, практические задания.

1.2. Принципы финансового менеджмента

Финансовый менеджмент в компании базируется на следующих принципах:

1. Взаимозависимость с общей управленческой системой компании.

Взаимозависимость с общей управленческой системой компании означает, что ни одно финансовое решение не может быть реализовано само по себе. Оно всегда сопряжено с принятием решений в какой-либо другой сфере управления компании.

2. Сопряженная природа принятия решений в области управления.

Сопряженная природа принятия решений в области управления означает, что любое финансовое решение, связанное с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов компании и оборотом его денежных средств, отражается на величине финансового результата компании и его финансовом состоянии.

3. Плановость и системность принятия управленческих решений.

Плановость и системность означают планирование материальных, трудовых и финансовых ресурсов с целью их сбалансированности. Финансовое планирование в данном случае имеет внутреннюю ориентацию. Его организация в разрезе структурных подразделений компании становится необходимым элементом внутреннего управления производством в условиях реального хозрасчета.

4. Высокий динамизм управления.

Высокий динамизм управления означает, что ни одно финансовое решение, принятое в текущем периоде, пусть даже самое эффективное, не может быть автоматически перенесено на будущий период.

5. Многовариантность подходов к разработке управленческих решений.

Многовариантность подходов к разработке управленческих решений означает, что любое финансовое решение может быть

реализовано несколькими путями. Нужно оценить каждый возможный вариант и выбрать оптимальное решение. При существовании альтернативных проектов управленческих решений их выбор для реализации должен быть основан на системе критериев, определяющих финансовую идеологию, финансовую стратегию или конкретную финансовую политику компании, а также ресурсные ограничения компании в конкретный временной период. Система критериев и ресурсных ограничений устанавливается самой компанией.

6. Построение и соблюдение финансовой структуры компании

Принцип построения и соблюдения финансовой структуры компаний основан на том, что компанию можно рассматривать под различными углами зрения. В ее деятельности можно выделить структуры различного характера и предназначения. Финансовую структуру организации формирует ее основная деятельность. В связи с этим необходимо помнить, что финансы компании и ее производственно-хозяйственная деятельность тесно связаны между собой.

7. Направленность на стратегические цели и задачи развития компании.

Направленность на стратегические цели и задачи развития компании означает, что ни одно текущее финансовое решение, пусть даже самое эффективное, не может быть принято, если оно противоречит стратегическим целям развития компании.

Любое финансовое или инвестиционное управленческое решение, предполагаемое к реализации в компании, должно удовлетворять перечисленным принципам.

1.3. Цели финансового менеджмента

По мере развития микроэкономической теории изменялись формулировки ученых-экономистов главной цели финансового менеджмента.

Формулировка цели финансового менеджмента является важной задачей. При этом следует четко определить содержание цели, временные параметры, пространственные характеристики, персональную привязку, ранг в иерархии целей. Важнейшей характеристикой цели является количественная мера цели или целевой показатель. В финансовом менеджменте целевой показатель должен удовлетворять таким требованиям, как:

- базироваться на прогнозировании доходов владельцев компаний;
- быть обоснованным, точным и ясным;

- подходить для принятия управленческих решений;
- быть легко формализуемым.

Охарактеризуем вкратце основные цели финансового менеджмента и соответствующие им целевые показатели.

Среди ученых и практиков нет единого мнения относительно целевой функции финансового менеджмента. Типичные цели финансового менеджмента, по мнению разных авторов, могут быть сведены к следующему:

1. Выживание организации.

Преимуществом постановки такой цели является мобилизация внутренних резервов на сохранение самой фирмы.

К недостаткам цели выживания организации можно отнести неактивный характер работы фирмы на рынке, замкнутость компании на решении своих проблем. Указанная цель не может быть количественно измерена.

Такая цель финансового менеджмента может ставиться компаниями в условиях кризисного состояния экономики и на краткосрочный период.

2. Избежание банкротства и крупных финансовых неудач.

Постановка такой цели создает возможности избежания банкротства предприятия.

Вместе с тем возможна ошибочная диагностика банкротства. При следовании этой цели возникают проблемы с созданием нормативной базы для идентификации кризисного состояния, а также с выбором целевого показателя.

Цель — избежание банкротства и крупных финансовых неудач — применима в условиях, когда налицо проявление тенденций неблагоприятного положения организации.

3. Максимизация рыночной стоимости фирмы.

В последнее время эта цель рассматривается как приоритетная во многих странах с развитой рыночной экономикой.

Эта цель характеризуется следующими основными особенностями:

- определяет владельцев компании как главных субъектов в системе экономических интересов;
- согласовывает экономические интересы всех субъектов, связанных с функционированием компании;
- объединяет подразделения компании для целей эффективного функционирования;
- обладает более широким спектром в сравнении с другими целевыми показателями, например рост имиджа, организационной культуры и т.п.;
- объединяет текущие и будущие цели развития компании;
- дает возможность оценить перспективы работы компании;

- предоставляет широкий спектр данных о функционировании компании;
- позволяет оценить весь спектр принимаемых финансовых решений;
- является критерием эффективности использования капитала компании;
- вырабатывает позицию собственников, настоящих и потенциальных инвесторов о способности менеджеров грамотно и эффективно управлять компанией.

Постановка предприятием такой цели способствует повышению инвестиционных качеств акций, увеличению спроса на них, что в конечном счете приводит к формированию дополнительных финансовых ресурсов из собственных источников, укреплению положения компании на рынке, создает возможность привлечения заемных средств. Данная цель может быть количественно измерена и формализована.

Трудности при выборе такой цели связаны с недостатками целевого показателя. Это, во-первых, то, что он основан на вероятностных оценках будущих доходов, расходов денежных поступлений и риска, с ним связанного, и, во-вторых, не все фирмы имеют однозначно понимаемую финансовыми аналитиками рыночную стоимость капитала; в частности, если фирма не котирует свои акции на бирже, определение ее рыночной стоимости затруднено.

Данная цель может ставиться, если имеются хорошо развитые рынки капитала, компании котируют свои акции на бирже, обеспечена финансовая прозрачность организации.

4. Максимизация прибыли в долговременном периоде.

Следование компаниями данной цели способствует росту благосостояния владельцев акций, наращиванию собственного капитала организаций, а также создает возможности для расширения производства за счет собственных источников и своевременного и полного выполнения обязательств перед государством по уплате налогов. Существуют показатели количественного измерения достижения данной цели.

Однако использование в качестве основной цели компании функции максимизации прибыли не удовлетворяет многих экономистов. Данный критерий не учитывает неопределенность и риск, связанные с получением прибыли. Большая прибыль компании может быть получена при значительном уровне финансового риска, связанного с проводимыми ею финансово-хозяйственными операциями.

Данная цель приемлема для предприятий с единоличным владельцем или ограниченным их числом, если информация о компании доступна и есть возможность определить ее будущие доходы и расходы.

5. Обеспечение определенного размера «дохода на одну акцию» или «доходности акционерного капитала».

При постановке такой цели увеличивается благосостояние собственников, стимулируется спрос на акции компании, обеспечивается приток дополнительных финансовых ресурсов. Следование такой цели создает возможность получения большей прибыли при меньших затратах за счет спекуляции на рынке ценных бумаг. Цель — обеспечение определенного размера «дохода на одну акцию» или «доходности акционерного капитала» — легко формализуема.

При следовании данной цели возникает опасность отвлечения средств от других направлений использования (например, реального инвестирования). Целевой показатель «дохода на одну акцию» или «доходности акционерного капитала» не учитывает риска неполучения дохода, а также временную стоимость денег.

Этот показатель приемлем в условиях высокой инфляции (относительный показатель лучше, нагляднее характеризует ситуацию) и только на короткий период.

6. Рост объемов производства и реализации.

Преимуществами постановки такой цели являются возможность реализации эффекта масштаба с увеличением объема производства и продаж фирмы, а также потенциальная возможность занять место лидера на рынке, что обеспечит получение дополнительного дохода. Рост объема продаж потребует активной маркетинговой политики компании и постоянных изменений в технологии производства и реализации продукции. Кроме того, такая цель имеет простой и легко формализуемый целевой показатель.

Однако постановка этой цели как главной показывает, что она имеет ряд существенных недостатков, например максимизация объема производства не всегда ведет к увеличению прибыли — существует опасность перенасыщения рынка и снижения объема продаж.

Такой показатель применим в качестве целевого при наличии широкого рынка сбыта и повышенного спроса на данную продукцию, а также профессионального маркетингового отдела в компании.

7. Минимизация расходов и транзакционных издержек.

Постановка такой цели способствует снижению себестоимости продукции, что может послужить основой для дальнейшего снижения цен на продукцию. У организации появляются стимулы для внедрения новаций. Данная цель легко формализуема.

При следовании такой цели возникает опасность упущенных возможностей, ценовой войны, больших налоговых платежей.

Такая цель может ставиться компаниями, на которых сложилась высокая организация производства и труда, имеются возможности

для внедрения новых технологий, использования дешевого сырья, расширения объема производства и сбыта продукции.

Что касается минимизации транзакционных издержек, то несмотря на их рост, данная модель имеет существенный минус, а именно — любая экономия затрат компании не может быть приоритетной целью ее существования, так как не увязана с ее развитием и экономическими интересами участников хозяйственного процесса.

8. Обеспечение конкурентных преимуществ.

Главным преимуществом данной концепции является то, что она отражает результаты работы всей компании, так как конкурентные преимущества достигаются и за счет выпуска новой продукции, повышения качества, маркетинговой и ценовой политики, снижения издержек и т.д.

В то же время эта цель работы компании может быть представлена целым рядом показателей, которые практически невозможно совместить в едином показателе. Таким образом, обеспечение конкурентных преимуществ не может рассматриваться как главная цель функционирования компании.

Большинство ученых придерживаются точки зрения, что наиболее приемлемой *главной целью финансового менеджмента является максимизация благосостояния собственников компании в текущем и перспективном периоде, обеспечиваемая путем максимизации ее рыночной стоимости.*

1.4. Задачи финансового менеджмента

Финансовый менеджмент в компании призван решать следующие задачи:

1. Формирование необходимого объема финансового капитала и оптимального соотношения собственных и заемных средств.

Решение этой задачи предполагает: определение всего требуемого объема финансовых ресурсов; использование собственных финансовых ресурсов за счет внутренних резервов; конструирование эмиссий ценных бумаг; привлечение кредитов; обеспечение оптимального соотношения собственных и заемных средств.

2. Рациональное и эффективное расходование финансовых ресурсов по основным направлениям работы компании.

Для обеспечения наиболее эффективного использования сформированного объема финансового капитала важными являются: обеспечение пропорциональности расходования финансовых ресурсов на производственные и социальные цели развития компании; выбор наиболее перспективных направлений производственной и инве-

стиционной деятельности; выплата среднерыночного уровня дохода на вложенный капитал собственникам и процентов кредиторам.

3. Управление денежным оборотом.

Управление денежным оборотом предполагает: синхронизацию объемов прихода и расхода денег по срокам; обеспечение требуемой ликвидности активов; формирование оптимального остатка денежных средств.

4. Получение максимального объема прибыли при ограничении уровня финансового риска.

Получение максимального объема прибыли компании достигается за счет: эффективного управления активами компании; выбора наиболее перспективных видов производственной и инвестиционной деятельности; привлечения необходимого объема заемных средств; проведения рациональной амортизационной и дивидендной политик.

5. Достижение минимального уровня финансового риска при заданном уровне прибыли.

Достижение минимального уровня риска может быть достигнуто путем: диверсификации всех видов деятельности; использования всего комплекса методов управления финансовыми рисками; создания внутренних резервов; использования различных форм страхования.

6. Обеспечение финансового равновесия компании в процессе ее функционирования.

Обеспечение финансового равновесия компании в процессе ее функционирования возможно за счет: формирования оптимальной структуры активов и пассивов; привлечения финансовых ресурсов из различных источников; использования механизма самофинансирования.

Для наглядности изучения задачи финансового менеджмента предприятия представлены в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Задачи финансового менеджмента

Задача	Подзадачи
Формирование необходимого объема финансового капитала компании и оптимального соотношения собственных и заемных средств	<ul style="list-style-type: none">– определение всего требуемого объема финансовых ресурсов;– использование собственных финансовых ресурсов за счет внутренних резервов;– конструирование эмиссий ценных бумаг;– привлечение кредитов;– обеспечение оптимального соотношения собственных и заемных средств

Рациональное и эффективное расходование финансовых ресурсов по основным направлениям работы компании	<ul style="list-style-type: none">– обеспечение пропорциональности расходования финансовых ресурсов на производственные и социальные цели;– выбор наиболее перспективных направлений производственной и инвестиционной деятельности;– выплата среднерыночного уровня дохода на вложенный капитал собственникам и процентов кредиторам
Управление денежным оборотом	<ul style="list-style-type: none">– синхронизация объемов прихода и расхода денег по срокам;– обеспечение требуемой ликвидности активов;– формирование оптимального остатка денежных средств
Получение максимального объема прибыли при ограничении уровня финансового риска	<ul style="list-style-type: none">– эффективное управление активами компании;– выбор наиболее перспективных видов производственной и инвестиционной деятельности;– привлечение необходимого объема заёмных средств;– проведение рациональной амортизационной и дивидендной политик
Достижение минимального уровня финансового риска при заданном уровне прибыли	<ul style="list-style-type: none">– диверсификация всех видов деятельности;– использование всего комплекса методов управления финансовыми рисками;– использование различных форм страхования
Обеспечение финансового равновесия компании в процессе ее функционирования	<ul style="list-style-type: none">– формирование оптимальной структуры активов и пассивов;– привлечение финансовых ресурсов из различных источников;– использование механизма самофинансирования

1.5. Функции финансового менеджмента

Достижение целей финансового менеджмента обеспечивается посредством выполнения функций. Среди функций финансового менеджмента выделяют две группы²:

- 1) функции финансового менеджмента как системы управления;
- 2) функции финансового менеджмента как специальной области управления в компании.

Охарактеризуем вкратце каждую из групп.

К первой группе относятся такие функции, как:

1. Разработка финансовой стратегии компании.

При разработке финансовой стратегии компании исходят из экономической стратегии организации и прогноза конъюнктуры финансового рынка. Разработка финансовой стратегии включает формирование системы целей и целевых показателей, определение приоритетных задач, решаемых в ближайшее время, определение политики действий по основным направлениям финансового развития компании. Финансовая стратегия — неотъемлемая составная часть экономической стратегии компании.

2. Формирование организационных структур, позволяющих принимать и реализовывать эффективные управленческие решения по всем аспектам финансовой деятельности компании.

Организационные структуры, обеспечивающие принятие и реализацию управленческих решений, подразделяются на иерархические, функциональные и смешанные. В процессе функционирования компании необходимо обеспечить постоянную адаптацию структуры к изменению условий функционирования фирмы к направлениям его финансовой деятельности. Организационная структура финансового менеджмента должна быть интегрирована в общую организационную структуру управления компании.

3. Создание информационных систем, позволяющих обосновать принятие альтернативных вариантов управленческих решений.

При создании информационных систем, позволяющих обосновать принятие альтернативных вариантов управленческих решений, необходимо исходить из объема и содержания информационных потребностей компании. Для своевременного и полного обеспечения информацией важно определить внешние (периодические финансовые издания; информация, получаемая через Интернет) и внутренние (финансовые отчеты, данные постоянного

² Бланк И. А. Финансовый менеджмент. Учебный курс. Киев: Эльга; Ника-Центр. 2007. С. 18.

мониторинга за финансовым состоянием) источники информации и обеспечить доступ к ним.

4. Проведение анализа финансовой деятельности компании.

Проведение анализа финансовой деятельности компании проводится с целью выявления резервов повышения рыночной стоимости фирмы и обеспечения ее эффективного развития. Он включает проведение экспресс- и углубленного анализа финансовых операций и результатов финансовой деятельности компании.

5. Осуществление планирования деятельности компании по основным ее направлениям.

Осуществление планирования деятельности компании по основным ее направлениям включает разработку системы текущих и оперативных планов по основным направлениям деятельности компании, различным структурным подразделениям и по предприятию в целом. При этом исходят из разработанной финансовой стратегии, конкретизированной на каждом этапе развития компании.

6. Внедрение системы стимулирования осуществления принятых управленческих решений в области финансовой деятельности.

Внедрение системы стимулирования осуществления принятых управленческих решений в области финансовой деятельности предусматривает формирование системы поощрений (санкций) за выполнение (невыполнение) целевых финансовых показателей, финансовых нормативов, плановых заданий и внедрение индивидуальной системы поощрения за счет введения в компании контрактной формы оплаты труда руководителей и финансовых менеджеров.

7. Проведение контроля принятых решений в области финансовой деятельности.

Проведение контроля принятых решений в области финансовой деятельности предполагает: создание системы внутреннего финансового контроля; разделение контрольных функций между отдельными службами и финансовыми менеджерами; определение системы контрольных показателей и контролируемых периодов; оперативное реагирование на результаты контроля.

К функциям финансового менеджмента как специальной области управления в компании (вторая группа) относят:

1. Управление активами.

Управление активами включает: выявление потребности в активах исходя из объемов операционной, инвестиционной и финансовой деятельности; оптимизацию состава активов с точки зрения эффективного их использования; ускорение оборачиваемости активов; нахождение оптимальных источников финансирования.

2. Управление капиталом.

Управление капиталом предполагает определение общей потребности в капитале для финансирования формируемых активов; оптимизацию структуры капитала для эффективного его использования; создание системы по вложению капитала в наиболее эффективные виды активов.

3. Управление инвестициями.

Управление инвестициями направлено на формирование видов инвестиционной деятельности; оценку инвестиционной привлекательности проектов и финансовых инструментов; формирование инвестиционного портфеля; выбор оптимальных форм финансирования инвестиций.

4. Управление денежными потоками.

Управление денежными потоками предполагает формирование входных и выходных потоков денежных средств; синхронизацию денежных потоков (входных и выходных) по объему и по времени; эффективное использование остатка временно свободных денежных средств.

5. Управление финансовыми рисками и предотвращение банкротства.

В ходе управления финансовыми рисками и предотвращения банкротства определяется состав основных рисков, присущих хозяйственной деятельности данной компании; осуществляется оценка возможных финансовых потерь; создается система по минимизации отдельных финансовых рисков; диагностируется уровень угрозы банкротства на основе специальных методик; формируется механизм антикризисного финансового управления компанией.

В зависимости от целей управления функции финансового менеджмента данной группы могут конкретизироваться.

1.6. Механизм финансового менеджмента

Механизм финансового менеджмента — это система финансовых рычагов и методов, с помощью которых управляющая система в рамках действующей нормативно-правовой базы управляет финансовыми отношениями компании³.

Как следует из приведенного определения, элементами механизма финансового менеджмента являются:

1. Финансовые инструменты.

Финансовый инструмент — это любой контракт, по которому происходит одновременно увеличение финансовых активов одной

³ Бадюкина Е. А. Финансовый менеджмент: учеб. пособие. Сыктывкар: Изд-во Сыктывкарского ун-та, 2009. С. 33.

компании и финансовых обязательств долгового или долевого характера другой компании.

Различают следующие виды финансовых инструментов:

- *первичные* (кредиты, займы, облигации, др. долговые ценные бумаги, задолженность по текущим операциям);
- *вторичные* (опционы, фьючерсы, форварды, свопы).

2. Финансовые рычаги.

Финансовые рычаги — это набор финансовых показателей, посредством которых управляющая система оказывает воздействие на финансово-хозяйственную деятельность компании.

По характеру формирования различают следующие виды финансовых показателей⁴:

- показатели, формируемые на макроуровне;
- показатели, формируемые на уровне отрасли и компании;
- показатели, характеризующие деятельность контрагентов и конкурентов;
- специальные рычаги финансового менеджмента.

К первой группе показателей относятся:

- средняя норма доходности капитала;
- темп инфляции;
- ставка рефинансирования (ключевая ставка);
- ставки налогов;
- уровень цен (ставки процента) по отдельным финансовым инструментам;
- курс валюты.

К показателям, формируемым на уровне отрасли и компании, можно отнести:

- уровень цен на производимую продукцию;
- уровень цен на материально-технические ресурсы;
- норму рентабельности, закладываемую в цены на продукцию;
- внутренние нормативы по различным аспектам финансовой деятельности компаний (предельный размер заемных средств, используемых в обороте; минимальный размер активов в высоколиквидной форме; максимальный размер товарного кредита; максимальный размер вложений средств в ценные бумаги и т.п.).

К показателям, характеризующим деятельность контрагентов и конкурентов, относятся:

- опубликованные показатели финансовой отчетности конкурентов и контрагентов;
- показатели различных рейтингов.

Кроме перечисленных групп показателей может быть выделена еще одна — так называемые специальные рычаги финансового ме-

⁴ Там же. С. 34.

неджмента. К этой группе показателей относятся производственный и финансовый рычаги.

Производственный рычаг — процентное изменение прибыли от реализации продукции (валовая прибыль), вызванное процентным изменением объема реализации. Производственный рычаг используется для управления формированием прибыли от реализации продукции.

Финансовый рычаг:

- соотношение заемного и собственного капитала;
- процентное изменение чистой прибыли (прибыли, принадлежащей акционерам), вызванное процентным изменением балансовой прибыли до выплаты процентов за кредит и налога на прибыль. Финансовый рычаг используется для управления заимствованиями.

3. Финансовые методы.

Методы финансового менеджмента — это приемы, с помощью которых обосновываются финансовые и инвестиционные решения. Методы финансового менеджмента подразделяют на неформализованные и формализованные.

Неформализованные методы:

- экспертных оценок;
- сценариев;
- сравнения;
- построения систем показателей;
- построения систем аналитических таблиц.

Формализованные методы:

- факторного анализа;
- экономической статистики;
- математико-статистические;
- экономической кибернетики;
- исследования операций и теории принятия решений.

4. Государственное нормативно-правовое регламентирование финансовой деятельности организаций.

Правовая среда функционирования компаний — это нормативно-правовые акты, регулирующие внешние и внутренние финансовые отношения и характер осуществления основных видов финансовой деятельности.

Регулирование финансового менеджмента в компании на основе нормативно-правовых документов осуществляется по следующим направлениям.

Регулирование финансовых вопросов образования компаний:

- размер уставного капитала;
- порядок проведения эмиссии.

Формирование информационной базы управления финансовой деятельностью:

- методическое обеспечение бухучета;
- стандарты финансовой отчетности.
- Налоговое регулирование:
 - виды налогов;
 - ответственность сторон за нарушение налогового законодательства.
- Регулирование механизма амортизации:
 - нормы амортизационных отчислений;
 - методы начисления амортизации.
- Осуществление операций кредитования:
 - формы и виды кредита;
 - обеспечение кредита;
 - ответственность сторон.
- Регулирование денежного обращения:
 - формы денежных расчетов;
 - порядок хранения свободного остатка денежных средств;
 - порядок учета поступления денежных средств.

1.7. Организация финансового менеджмента в компании

Организационная структура финансового менеджмента — это подразделения компании, обеспечивающие выработку и принятие решений по вопросам финансовой деятельности и несущие ответственность за их результаты.

Выбор организационной структуры компании определяют такие факторы, как:

- размер компании;
- тип организационной системы управления фирмой (иерархический, функциональный).

Организационная структура управления финансами в компании должна отвечать следующим требованиям:

- интегрированность в общую систему управления компанией;
- функциональность, т.е. способность решать специфические задачи финансового управления;
- гибкость;
- оперативность принятия управленческих решений;
- экономичность;
- эффективность.

Создание управляющей системы в компании означает процесс целенаправленных действий по формированию его финансовой структуры, включая технологию учета, анализа, планирования и контроля за движением денежных средств. Иными словами, финансовая структура — это иерархическая система центров фи-

нансовой ответственности (ЦФО), которая определяет технологию формирования финансовых результатов и распределения ответственности за достижение общего результата хозяйственной деятельности.

Созданию обоснованной системы финансового управления способствует совмещение регистров трех учетных уровней: бухгалтерского, управленческого и налогового учета, которые являются базой для составления оперативной отчетной информации.

Алгоритм построения системы финансового управления на предприятии показан на рис. 1.2.



Рис. 1.2. Контур финансового управления на предприятии

Раскроем основные различия между финансовой и организационной структурой.

- Финансовая структура базируется на основе экономических (финансовых) отношений между центрами ответственности. Организационная структура – на основе функциональной специализации подразделений предприятия.
- Финансовая структура показывает иерархию ответственности за достижение целевых финансовых показателей. Организационная структура выражает иерархию подчиненности.
- При построении организационной структуры возможны различные компромиссы и влияние личностных факторов. При создании финансовой структуры в расчет принимают только реалии хозяйственной деятельности.

Исходя из данных особенностей, финансовая и организационная структуры не совпадают. Если расхождение между ними значительно, то возникают серьезные управленческие проблемы, связанные с несовпадением картины бизнеса, которую представляет управленческий учет, основанный на финансовой структуре, со структурой управления компанией, основанной на организационной структуре.

Организационное обеспечение системы управления финансами должно взаимодействовать с общей организационной структурой управления компанией, которая должна включать:

- центр управления организационной деятельностью;
- центр управления сбытовой деятельностью;
- центр управления инвестиционной деятельностью;
- центр управления финансовой деятельностью.

Поскольку система управления финансовой деятельностью является составной частью менеджмента компании, ее организационное обеспечение интегрируют в общую систему управления. Зарубежный и отечественный опыт говорит о том, что наиболее эффективно организационную систему финансового менеджмента используют при функциональном построении центров управления предприятием. Поэтому российские специалисты рекомендуют следующую схему построения финансовой службы предприятия (рис. 1.3).



Рис. 1.3. Формат организационной структуры финансовой службы крупной акционерной компании

Исходя из данной схемы, руководство предприятия ставит перед финансовой дирекцией следующие задачи:

1. Представлять компанию во взаимоотношениях с органами власти, контрагентами, финансовыми институтами, инвесторами и другими партнерами.

2. Обеспечивать и контролировать составление и выполнение финансовых планов.

3. Обеспечивать необходимый объем денежных средств для выполнения финансовых обязательств.

4. Работать с должниками на предмет своевременного взыскания дебиторской задолженности.

5. Формировать кредитную политику компании и др.

В последние годы в отечественной практике используют такие прогрессивные формы, как управление отдельными аспектами финансовой деятельности на основе центров ответственности (ЦО).

Центр ответственности — структурное подразделение компании, которое контролирует те или иные аспекты финансово-хозяйственной деятельности, а его руководитель самостоятельно принимает управленческие решения и несет полную ответственность за выполнение доведенных до него плановых (нормативных) показателей.

В современных условиях в организациях России формируют четыре центра ответственности.

- Центр ответственности по долгам, включая управление коммерческой и сбытовой деятельностью.
- Центр ответственности по расходам, включая управление производством, техническим обеспечением и ремонтом.
- Центр ответственности по прибыли, включая управление экономикой и финансами. Примером центра прибыли может служить подразделение с законченным циклом производства и реализации продукции.
- Центр ответственности по инвестициям включает управление техническим развитием. Примером центра инвестиций может служить дочерняя компания предприятия или выделенное в его составе структурное подразделение (отдел капитального строительства), осуществляющее исключительно инвестиционную деятельность в форме капитальных вложений.

Возможен и другой вариант формирования организационной структуры финансового управления на предприятиях в форме выделения центров финансовой ответственности (ЦФО) или центров финансового учета (ЦФУ). ЦФО могут включать объекты двух типов:

- 1) влияющие на прибыльность (статьи бюджета доходов и расходов);

2) влияющие на платежеспособность (статьи бюджета движения денежных средств)

К центрам финансовой ответственности (ЦФО или ЦФУ) можно отнести:

- профит-центр, деятельность которого связана с подразделением, обеспечивающим получение прибыли (структурное подразделение с законченным циклом производства).
- центр затрат, деятельность которого связана с подразделениями, непосредственно не создающими прибыль (заготовительное или снабженческое подразделение).
- венчур-центр, то есть подразделение, связанное с видами деятельности, которые могут принести прибыль в будущем.

При построении организационной системы управления финансами на предприятиях отечественные специалисты рекомендуют соблюдать следующую технологию:

1. Уточнение действующей организационной структуры.
2. Формирование Положения о новой финансовой структуре.
3. Утверждение новой финансовой структуры.
4. Мониторинг новой финансовой структуры.

Формирование современной управляющей системы на предприятии обеспечивает:

- рациональное использование всех видов ресурсов и на этой основе — устойчивое положение на рынке товаров и услуг;
- переход от оперативной формы управления к управлению на базе прогнозного анализа и планирования.

Современная практика финансового менеджмента позволяет выделить три основных группы субъектов: собственник компании; финансовый менеджер широкого профиля; функциональный финансовый менеджер.

Собственник предприятия самостоятельно осуществляет функции финансового управления.

Финансовый менеджер широкого профиля является специалистом, осуществляющим практически все функции финансового управления компанией.

Функциональный финансовый менеджер — это узкий специалист, осуществляющий функции управления в одной из сфер финансовой деятельности компании — по управлению инвестициями, денежными потоками, финансовыми рисками, по антикризисному финансовому управлению и др.

Рассмотрим основные функции финансового директора.

В крупной компании управление финансами осуществляет финансовый директор. Он несет полную ответственность за результаты ее финансовой деятельности. На небольших предприятиях роль финансового директора выполняет руководитель или, по его поручению, главный бухгалтер.

Работа финансового директора включена как составная часть в функциональную систему высшего звена управления предприятием либо связана с предоставлением руководству аналитической или иной информации, необходимой для принятия управленческих решений. Уровень финансового управления на предприятии во многом зависит от профессиональных качеств финансового директора.

Приведем минимальный перечень задач, которые приходится решать финансовому директору:

- организация финансового анализа, планирования и контроля;
- анализ и оценка эффективности привлечения заемного капитала;
- оценка использования финансовых ресурсов (внутренних и внешних);
- выбор наиболее рациональных источников финансирования инвестиционных проектов;
- управление портфелем финансовых активов и др.

Примерная схема управления финансами в крупной акционерной компании России приведена на рис. 1.3. Финансовый директор в ходе управления финансовой деятельностью предприятия использует и применяет навыки и знания по анализу, планированию, финансированию, кредитованию, инвестированию, страхованию, самострахованию, безличным расчетам, финансовым поощрениям и санкциям, по доверительным, залоговым, лизинговым, факторинговым и другим операциям. Это предполагает использование специальных приемов управления финансами и знание таких понятий, как доход, прибыль, кредит, заем, процент, дисконт, дивиденд, инвестиции, активы, обязательства, курс ценных бумаг, валюты и т.д.

Стратегическая цель финансового директора — обеспечение денежными ресурсами процесса производства и реализации готовой продукции (работ, услуг). Он должен составить прогноз финансового состояния предприятия на ближайшее будущее (квартал, полугодие, год) и на более отдаленную перспективу. Подобный прогноз может содержать оптимистический, наиболее вероятный и пессимистический сценарий.

В соответствии с указанной выше целью разрабатывают стратегию формирования и использования финансовых ресурсов на цели развития, выплату дивидендов, образование резервов и другие потребности. Стратегические разработки предполагают обязательный прогноз возможного изменения государственной политики в финансово-кредитной сфере с позиции идентичности такой политики целям и задачам предприятия.

Взаимоотношения предпринимателя (собственника) и финансового директора регулируют контрактом (договором). Главное требование, предъявляемое к финансовому директору, — эффективное управление денежным оборотом, формирование финансовых

ресурсов в объемах, достаточных для покрытия текущих финансово-эксплуатационных потребностей, выплаты дивидендов акционерам и процентов облигационерам, финансирование инвестиций и образование резервного капитала.

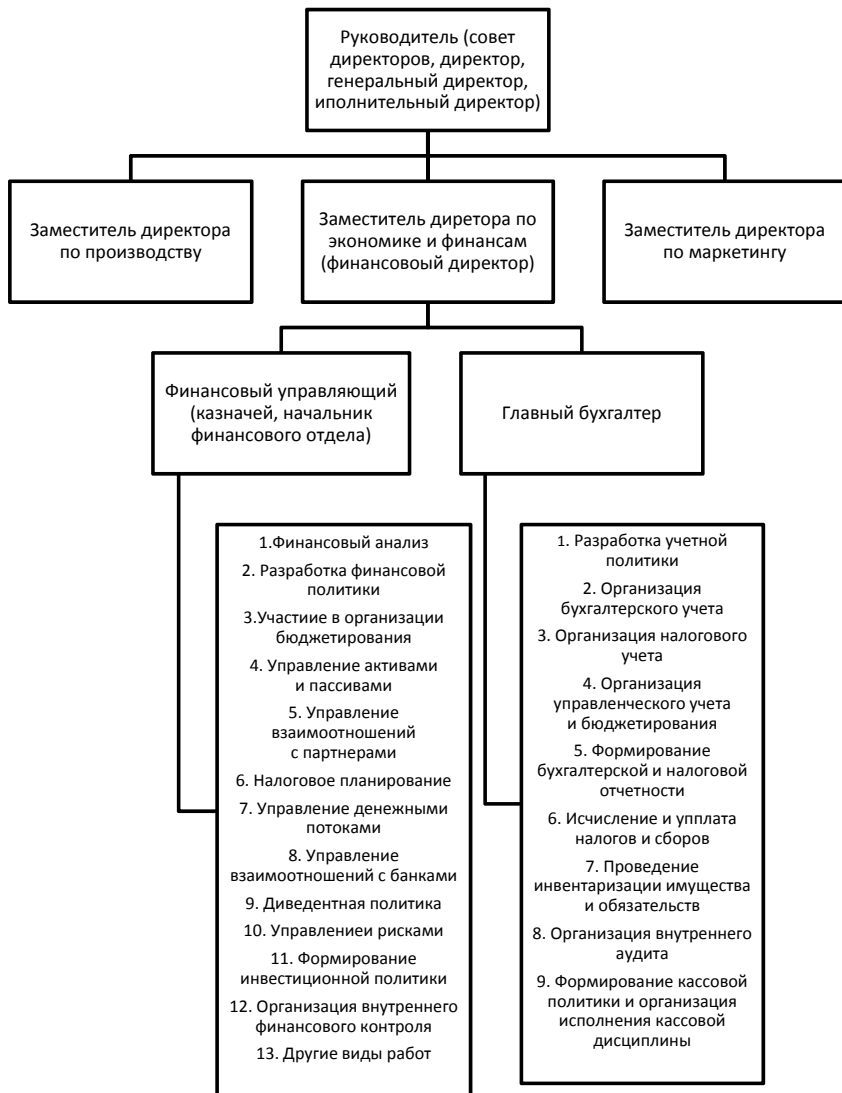


Рис. 1.4. Схема управления финансами в крупной акционерной компании

Решения финансового директора должны опираться на результаты финансового анализа и достаточный объем представительной информации внутреннего и внешнего характера.

Практикум

Контрольные вопросы и задания

1. Что означает финансовый менеджмент?
2. Что изучает специальная отрасль научных знаний «Финансовый менеджмент»?
3. Что даст изучение финансового менеджмента?
4. Какие финансовые и инвестиционные решения приходится принимать компаниям?
5. Перечислите характерные черты финансовых решений.
6. Перечислите принципы финансового менеджмента.
7. Охарактеризуйте главную цель финансового менеджмента.
8. Перечислите задачи финансового менеджмента.
9. Охарактеризуйте функции финансового менеджмента как управляющей системы.
10. Охарактеризуйте функции финансового менеджмента как специальной области управления на предприятии.
11. Дайте определение механизма финансового менеджмента.
12. Перечислите элементы механизма финансового менеджмента.
13. Дайте определение финансовых инструментов и охарактеризуйте их виды.
14. Охарактеризуйте рычаги финансового менеджмента.
15. Дайте характеристику методам, используемым финансовым менеджментом, охарактеризуйте задачи, решаемые с их помощью.
16. Охарактеризуйте правовую и налоговую среду функционирования компании.
17. Раскройте содержание системы финансового управления в компании.
18. В чём вы видите различия между организационной и финансовой структурой управления?
19. Назовите основные принципы формирования организационной структуры управления.
20. Приведите содержание организационной структуры финансовой службы крупной акционерной компании.
21. Какие центры финансовой ответственности вы знаете?
22. Опишите признаки, используемые для классификации центров финансовой ответственности.

23. Раскройте технологию, которую рекомендуют соблюдать при формировании новой финансовой структуры предприятия.

24. Перечислите обязанности финансового менеджера на предприятии.

Ситуационные задания

1. Изучите систему финансового менеджмента в известной вам фирме.

2. Изучите организационную структуру фирмы и определите структурные подразделения, участвующие в процессе финансового управления деятельностью фирмы.

3. Какие проблемы мешают российским компаниям выйти на современный уровень финансового менеджмента?

Тесты

1. Что является предметом науки «Финансовый менеджмент»?

- а) принципы и методы разработки и реализации управленческих решений в области формирования распределения и использования финансовых ресурсов предприятия и оборота его денежных средств;
- б) внутренние и внешние финансовые отношения предприятия;
- в) финансовые ресурсы предприятия;
- г) потоки денежных средств предприятия.

2. Содержание какого принципа финансового менеджмента раскрывает тезис: «Ни одно финансовое решение, принятое в текущем периоде, пусть даже самое эффективное, не может быть автоматически перенесено на будущий период»?

- а) ориентированность на стратегические цели развития предприятия;
- б) высокий динамизм управления;
- в) интегрированность с общей системой управления предприятием;
- г) комплексный характер формирования управленческих решений.

3. Какая цель рассматривается в качестве основной в современной теории и практике финансового менеджмента?

- а) максимизация прибыли в долговременном периоде;
- б) обеспечение определенного размера «дохода на одну акцию» или «доходности акционерного капитала»;

- в) максимизация рыночной стоимости фирмы;
- г) рост объемов производства и реализации;
- д) максимизация благосостояния собственников предприятия.

4. Реализация какой задачи финансового менеджмента достигается посредством эффективного управления денежными потоками предприятия (синхронизация объемов поступления и расходования денег по отдельным периодам), обеспечения необходимой ликвидности оборотных активов, минимизации свободного остатка денег на расчетном счете?

- а) оптимизация денежного оборота;
- б) максимизация прибыли при предусматриваемом уровне финансового риска;
- в) минимизация уровня финансового риска при предусматриваемом уровне прибыли;
- г) обеспечение постоянного финансового равновесия предприятия в процессе его развития.

5. Какая из перечисленных функций не относится к функциям финансового менеджмента как управляющей системы?

- а) разработка финансовой стратегии предприятия;
- б) создание организационных структур, обеспечивающих принятие и реализацию управленческих решений по всем аспектам финансовой деятельности предприятия;
- в) формирование эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений;
- г) управление финансовыми рисками и предотвращение банкротства;
- е) осуществление анализа различных аспектов финансовой деятельности предприятия;
- ж) осуществление планирования деятельности предприятия по основным ее направлениям;
- з) разработка действенной системы стимулирования реализации принятых управленческих решений в области финансовой деятельности;
- и) осуществление эффективного контроля реализации управленческих решений в области финансовой деятельности.

6. При формировании эффективных информационных систем, обеспечивающих обоснование альтернативных вариантов управленческих решений, исходят:

- а) из объема и содержания информационных потребностей предприятия;

- б) из содержания информации периодических финансовых изданий;
- в) из содержания информации, получаемой через Интернет;
- г) из содержания финансовых отчетов;
- д) из данных постоянного мониторинга за финансовым состоянием организации.

7. Механизм финансового менеджмента — это:

- а) система финансовых рычагов и методов, с помощью которых управляющая система в рамках действующей нормативно-правовой базы управляет финансовыми отношениями предприятия;
- б) набор финансовых рычагов и методов, с помощью которых управляющая система в рамках действующей нормативно-правовой базы управляет финансовыми отношениями предприятия;
- в) финансовые рычаги, методы и приемы, с помощью которых управляющая система в рамках действующей нормативно-правовой базы управляет финансовыми отношениями предприятия.

8. Элементами механизма финансового менеджмента являются:

- а) финансовые рычаги, финансовые методы (приемы), информационное обеспечение, государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности организаций;
- б) финансовые рычаги, финансовые методы (приемы), финансовые операции, финансовые процессы, государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности организаций;
- в) финансовые инструменты, финансовые рычаги, финансовые методы (приемы), государственное нормативно-правовое регулирование финансовой деятельности организаций.

9. Метод финансового менеджмента — это:

- а) прием, с помощью которого достигается обоснование финансовых и инвестиционных решений;
- б) набор расчетных процедур;
- в) действия, направленные на финансовые решения.

10. К факторам, определяющим выбор организационной структуры финансового менеджмента, относятся:

- а) размер предприятия;
- б) принцип (подход) к формированию организационной системы управления предприятием (иерархический, функциональный);
- в) то и другое;
- г) ни один из перечисленных.

Глава 2. Теоретические концепции финансового менеджмента

Изучив материал главы, студент должен

знать:

- содержание базовых концепций финансового менеджмента;
- ограничивающие условия и допущения, принятые в рассматриваемых концепциях и теориях;
- насколько возможно применение указанных теорий для объяснения тенденций развития современного рынка капиталов в России.

уметь:

- охарактеризовать содержание и назначение основных концепций и теорий финансового менеджмента;
- объяснять те или иные явления, возникающие на российском рынке капитала с точки зрения рассмотренных теорий.

владеть:

- навыками непосредственного применения концепций финансового менеджмента к решению финансовых задач.

Ключевые слова: идеальный рынок капиталов; дисконтированный денежный поток; экономия на налоговых выплатах; иррелевантность дивидендов; портфель инвестиций; ценообразование опционов; эффективность рынков капиталов; агентские отношения; асимметричная информация.

2.1. Концепция идеальных рынков капиталов

Одним из важнейших допущений, лежащим в основе многих теорий финансов, является понятие *идеальных*, или *совершенных рынков капитала* (*perfect or frictionless capital markets*). При наличии незначительных различий в определениях идеального рынка капитала, приводимых авторами, его суть можно сформулировать следующим образом: идеальный рынок капитала — это рынок, на котором не существует никаких затруднений, связанных с обменом ценных бумаг на деньги и обратно.

Согласно обобщенным критериям идеальный рынок капитала удовлетворяет следующим признакам:

- не принимаются в расчет транзакционные (брокерские) затраты на финансовом рынке;
- отсутствуют налоги;
- присутствие на финансовом рынке бесконечно большого числа покупателей и продавцов, которые не дают отдельным продавцам

или покупателям влиять на цену определенного финансового инструмента;

- юридические и физические лица имеют равный доступ на рынок;
- равный для всех участников рынка доступ к информационным потокам и отсутствие затрат на их получение;
- однородные ожидания у всех участников финансового рынка;
- отсутствие финансовых проблем.

Понятно для всех, что большая часть из этих условий в реальной действительности не выполняется: существует развитая система налогообложения юридических и физических лиц, трансакционные издержки будут возрастать по мере увеличения числа совершаемых на финансовом рынке операций, инсайдерская информация может выйти за пределы компании вопреки ее воле и т.д. Однако если теория разумна и объясняет события, ее обычно признают и используют. Зачастую реальность достаточно близка к ситуации, предполагаемой исходными условиями теории. Например, государство может уменьшить, а то и вообще освободить некоторые компании от уплаты налогов, тем самым повышая их конкурентные преимущества по сравнению с другими компаниями. Результаты в этом случае совпадут с теми, что были предсказаны теорией, исходившей из отсутствия налогообложения.

2.2. Концепция дисконтированного денежного потока

Управление финансами связано с финансовыми активами (например, акциями и облигациями), стоимость которых напрямую определяется потоком денежных средств, ожидаемых в результате использования этих активов. Процесс оценки будущих денежных потоков называется анализом *дисконтированного денежного потока* (*Discounted Cash Flow, DCF*). Так как большинство финансовых решений связаны с оценками прогнозируемых денежных потоков, анализ DCF имеет исключительное значение. Впервые концепция анализа DCF была разработана Джоном Барром Уильямсом. Майрон Дж. Гордон первый применил этот метод для управления финансами корпораций, а также популяризовал его использование в исследованиях цены капитала⁵.

Анализ дисконтированного денежного потока (DCF) основан на временной ценности денег и сводится к процессу оценки будущих денежных потоков.

⁵ См.: *Williams J. B.* The Theory of Investment Value. — Cambridge, Mass., 1938; *Gordon M. J.* The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, Ill.: Irwin, 1962.

Анализ DCF проводится в четыре этапа:

- 1) расчет прогнозируемых денежных потоков;
- 2) оценка степени риска для денежных потоков;
- 3) включение оценки риска в анализ потоков. Применяют один из двух методов учета степени риска: 1) метод безрискового эквивалента (*Certainty Equivalent Approach, CE*) или 2) метод скорректированной на риск ставки дисконта (*Risk-Adjusted Discount Rate, RADR*);
- 4) определение приведенной стоимости денежного потока.

Важную роль в анализе DCF играет концепция альтернативных затрат (упущенных возможностей). *Ставка дисконта, или «альтернативные затраты»*, — это норма дохода, который мог бы быть получен при инвестировании средств в наилучший из возможных альтернативных проектов, имеющих одинаковую степень риска.

Определим факторы, которые будут влиять на величину ставки дисконта:

- рискованность конкретного денежного потока. Чем выше этот риск, тем выше значение ставки дисконта. Например, ставка дисконта, используемая для оценки облигаций компаний, будет выше, чем ставка, используемая для оценки облигаций государственного займа;
- сложившийся на рынке в данный момент времени уровень доходности. Ставка дисконта должна отражать среднюю доходность, сложившуюся в экономике
- периодичность денежных потоков, то есть временной интервал, на котором рассматриваются данные потоки, — год, полугодие, квартал, месяц и т.д. Если при анализе денежного потока временной интервал отличен от года (например, полугодие или квартал), то этот факт окажет влияние на величину ставки дисконта.

Формулы для расчета будущей стоимости (FV) и настоящей стоимости (PV) по сложным процентам:

$$FV = PV \cdot (1 + i)^n; \quad (2.1)$$

$$PV = FV \cdot 1 / (1 + i)^n, \quad (2.2)$$

где PV — настоящая (приведенная) величина денежных средств; FV — наращенная сумма или будущая прогнозируемая величина денежных средств; i — ставка процента или ставка наращивания (дисконтная ставка), выраженная десятичной дробью; n — количество интервалов, по которым осуществляется каждый процентный платеж в общем, обусловленном периоде времени (расчетный период).

Используемые в процессе оценки денег множители $(1 + i)^n$ и $1 / (1 + i)^n$ называются соответственно множителем наращивания

и множителем дисконтирования суммы сложных процентов. Они положены в основу специальных таблиц финансовых вычислений, с помощью которых при заданных размерах ставки процента и количества платежных интервалов можно вычислить настоящую или будущую стоимость денежных средств по сложным процентам.

2.3. Теория структуры капитала Ф. Модильяни и М. Миллера

В 1958 г. Франко Модильяни и Мертон Миллер опубликовали работу «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment»⁶. Согласно теории структуры капитала Модильяни и Миллера (1958 г.), стоимость любой организации определяется исключительно ее будущими доходами (их уровнем и рискованностью) и не зависит от структуры ее капитала, т.е. не связана с соотношением между ее заемным и собственным капиталом. Данная теория основана на концепции идеальных рынков капитала и является верной лишь при наличии определенных предпосылок. Тем не менее Модильяни и Миллер сделали важный вклад в понимание возможного влияния заемного финансирования.

В 1963 г. они опубликовали вторую работу, посвященную структуре капитала, в которой уже учли такой фактор, как налоги на корпорации, тем самым убрав ранее принятое допущение — нулевое налогообложение. С учетом наличия налогов на корпорации было показано, что цена акций фирмы непосредственно связана с использованием этой фирмой заемного финансирования: чем выше доля заемного капитала, тем выше и цена акций. Данные выводы были сделаны исходя из того, что доходы акционеров должны выплачиваться из прибыли, остающейся после уплаты налогов, а выплаты кредиторам производятся из прибыли до уплаты налогов. Следовательно, при увеличении доли заемного капитала увеличивается и доля валового дохода фирмы, остающаяся в распоряжении инвесторов.

Позднее различные исследователи, модифицируя теорию Модильяни — Миллера, смягчали многие из первоначальных предпосылок данной теории. Так, начиная с определенного момента (когда достигнута оптимальная структура капитала) при увеличении доли заемного капитала стоимость фирмы начинает снижаться, поскольку экономия на налогах перекрывается ростом затрат на обслуживание долгов.

⁶ См.: *Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. June. P. 261–297.*

Следовательно, исходя из модифицированной теории структуры капитала, можно сделать следующие выводы:

- выгодность наличия определенной доли заемного капитала для компании;
- опасность излишнего привлечения заемного капитала для организации;
- каждая компания должна определить для себя оптимальную структуру капитала.

Таким образом, модифицированная теория Модильяни — Миллера, именуемая *теорией компромисса между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами (tax savings-financial costs tradeoff theory)*, позволяет лучше понять факторы, от которых зависит оптимальная структура капитала.

2.4. Теория дивидендов Ф. Модильяни и М. Миллера

Модильяни и Миллер исследовали также влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций компаний⁷. Суть теории *иррелевантности (второстепенности, несущественности) дивидендов Модильяни — Миллера* заключается в том, что для идеальных рынков капитала политика выплаты дивидендов, как и структура капитала фирмы, не влияет на ее стоимость.

Выплаченные сегодня дивиденды уменьшают сумму нераспределенной прибыли, которая может быть инвестирована в развитие компании, и данное уменьшение должно быть компенсировано за счет дополнительной эмиссии акций. Однако новым акционерам необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снижают приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних акционеров. Следовательно, акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов сегодня и получением дивидендов в будущем, с учетом приведенной стоимости. То есть политика выплаты дивидендов не окажет никакого влияния на цену акций.

Рассмотренные работы Модильяни и Миллера по структуре капитала и политике выплаты дивидендов позволяют сделать вывод о том, что при наличии идеальных рынков капитала стоимость фирмы зависит исключительно от принятых менеджерами решений по проектам капиталовложений, так как эти решения определяют будущие денежные потоки по операциям фирмы и их риск. Структура капитала в меньшей степени окажет влияние на стоимость фирмы.

⁷ См.: Miller M. H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. P. 411–433.

2.5. Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов

Основоположником современной *теории портфеля* является Гарри Марковиц, получивший за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике⁸. Основной постулат теории портфеля Г. Марковица состоит в том, что совокупный уровень риска может быть снижен за счет объединения рискованных активов в портфель, поскольку причиной снижения риска активов, объединенных в портфель, служит отсутствие положительной связи между доходностью большинства видов активов.

Теория портфеля приводит к следующим выводам:

- для снижения инвестиционного риска нужно объединять рискованные активы в портфели;
- степень риска следует измерять не по каждому отдельному виду активов изолированно от остальных, а с учетом его влияния на общий уровень риска инвестиционного портфеля.

Недостатком данной теории является отсутствие взаимосвязи между уровнем риска и требуемой доходностью. Данную взаимосвязь представляет *модель оценки доходности финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, CAPM)*, разработанная более или менее независимо друг от друга Джоном Линтнером, Яном Мойсином и Уильямом Шарпом⁹. Отметим, что У. Шарп в 1990 г. был удостоен Нобелевской премии по экономике за работу по созданию CAPM.

Согласно модели (CAPM), требуемая доходность для любого вида рискованных активов представляет собой функцию трех переменных:

- 1) безрисковой доходности;
- 2) средней доходности на рынке ценных бумаг;
- 3) индекса колеблемости (изменения) доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем.

Модель CAPM может быть представлена в виде формулы:

$$P_i = R_{mn} + (R_m - R_{mn}) \times \beta, \quad (2.3)$$

⁸ См.: *Markowitz H. M.* Portfolio Selection // Journ. Finance. 1952. March. P. 77–91.

⁹ См.: *Lintner J.* Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification // Journ. Finance. 1965. Dec. P. 587–616; *Afoissira J.* Security Prices and Investment Criteria in Competitive Markets // Amer. Econ. Rev. 1969. Dec. P. 749–756; *Sharps W. F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journ. Finance. 1964. Sept. P. 425–442.