

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Часть 1

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРИАТА И МАГИСТРАТУРЫ

Под редакцией доктора экономических наук,
профессора **А. З. Бобылевой**

3-е издание, переработанное и дополненное

*Рекомендовано Учебно-методическим отделом высшего образования
в качестве учебника для студентов высших учебных заведений,
обучающихся по экономическим направлениям и специальностям*

*Допущено Советом учебно-методического объединения по образованию в области
менеджмента в качестве учебника по направлению «Менеджмент»*

**Книга доступна в электронной библиотеке biblio-online.ru,
а также в мобильном приложении «Юрайт.Библиотека»**



Москва ■ Юрайт ■ 2019

УДК 33(075.8)
ББК 65.290-2-93я73
Ф59

Ответственный редактор:

Бобылева Алла Зиновьевна — доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова.

Рецензенты:

Теплова Т. В. — доктор экономических наук, профессор факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»;

Плетнев К. И. — доктор экономических наук, профессор кафедры экономики и государственного регулирования рыночного хозяйства Российская академия государственной службы при Президенте Российской Федерации.

Финансовый менеджмент. Проблемы и решения. В 2 ч. Часть 1 : учебник для бакалавриата и магистратуры / под ред. А. З. Бобылевой. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2019. — 547 с. — (Серия : Бакалавр и магистр. Академический курс).

ISBN 978-5-534-10101-0 (ч. 1)
ISBN 978-5-534-10102-7

Учебник концентрирует внимание читателя на взаимосвязи стратегического и финансового менеджмента, показывает эволюцию функций финансовой службы компании в соответствии с концепцией управления ценностью (VBM). Он раскрывает суть составляющих финансового менеджмента в бизнес-сфере: модели анализа взаимосвязи показателей внешней среды, операционной деятельности, финансовых результатов и ценности для акционеров; управленческий аудит на основе VBM; алгоритм процесса планирования увеличения стоимости компании, определение возможностей ее устойчивого роста; подходы к разработке системы мотивации сотрудников посредством установления взаимосвязи между целями компании и отдельных менеджеров.

Учебник соединяет современную теорию и практику, учит решать финансовые управленческие вопросы, опираясь на накопленный мировой и отечественный опыт, используя знания, интуицию и здравый смысл. Он должен помочь читателю в полной мере овладеть искусством финансового управления.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего образования четвертого поколения.

Для студентов, аспирантов и преподавателей экономических и управленческих специальностей. Будет полезен специалистам-практикам, повышающим свою квалификацию в области финансового менеджмента.

УДК 33(075.8)
ББК 65.290-2-93я73



Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав. Правовую поддержку издательства обеспечивает юридическая компания «Дельфи».

ISBN 978-5-534-10101-0 (ч. 1)
ISBN 978-5-534-10102-7

© Коллектив авторов, 2010
© Коллектив авторов, 2019, с изменениями
© ООО «Издательство Юрайт», 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ	7
ВВЕДЕНИЕ.....	9
Часть первая.	
Финансовое управление организацией: понятие, цели, содержание	
ГЛАВА 1. МЕСТО ФИНАНСОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИЕЙ.....	15
1.1. Основы принятия финансовых решений.....	16
1.2. Базовые финансовые концепции и инструменты.....	20
ГЛАВА 2. ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ КОМПАНИИ. ОРГАНИЗАЦИОННЫЙ АСПЕКТ	37
2.1. Типы компаний, их финансовые возможности и ответственность	38
2.2. Организация финансового управления в компаниях	42
Какой литературой следует пользоваться.....	46
Интернет-источники.....	47
ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ.....	48
Мини-темы к обсуждению	48
Тесты.....	49
Деловые ситуации, кейсы.....	52
Ответы к отдельным заданиям.....	53
Часть вторая.	
Системный подход к анализу в рамках концепции управления ценностью	
ГЛАВА 3. ЛОГИКА И ИНСТРУМЕНТАРИЙ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА 57	
3.1. Цели анализа и его основные пользователи	58
3.2. Информационная база системного анализа.....	60
3.3. Этапы и последовательность анализа.....	66
Приложение 3.1.....	80
ГЛАВА 4. БАЗОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЛЯ СИСТЕМНОГО VBM-АНАЛИЗА И МОДЕЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	85
4.1. Выбор бизнес-модели и схемы анализа.....	86
4.2. Оценка рыночной позиции компании.....	87

4.3. Оценка операционных и финансовых результатов.....	95
4.4. Вклад деловой активности в увеличение ценности бизнеса.....	109
4.5. Финансовая устойчивость как индикатор реализации стратегии и тактики компании.....	120
4.6. Интерпретация показателей ликвидности и платежеспособности при системном анализе.....	125
ГЛАВА 5. ПОДХОДЫ К ФАКТОРНОМУ АНАЛИЗУ ДИНАМИКИ ЦЕННОСТИ.....	135
5.1. Управление доходностью при помощи факторных моделей фирмы «Дюпон».....	136
5.2. Учет влияния финансовых решений в факторных моделях.....	140
5.3. Возможности традиционного факторного анализа.....	143
ГЛАВА 6. ИНТЕГРАЦИЯ КОНЦЕПЦИИ ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА В VBM-АНАЛИЗ.....	151
6.1. Получение управленческой информации на основе анализа денежных потоков.....	152
6.2. Основы анализа денежных потоков.....	154
ГЛАВА 7. ОСОБЕННОСТИ КРЕДИТНОГО АНАЛИЗА.....	161
7.1. Традиционные подходы к оценке кредитоспособности.....	162
7.2. Анализ денежных потоков как элемент оценки кредитоспособности компании.....	177
7.3. Оценка кредитоспособности с использованием кредитных рейтингов специализированных организаций.....	179
Приложение 7.1.....	185
Приложение 7.2.....	185
Приложение 7.3.....	190
Приложение 7.4.....	197
ГЛАВА 8. «СОПУТСТВУЮЩИЕ» ВОПРОСЫ.....	201
8.1. Технологии рейтинговой оценки организаций.....	202
8.2. Обзор автоматизированных систем для комплексной оценки финансового состояния.....	204
Какой литературой следует пользоваться.....	208
Интернет-источники.....	209
ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ.....	210
Мини-темы к обсуждению.....	210
Тесты.....	212
Задачи и мини-ситуации.....	221
Деловые ситуации, кейсы.....	226
Ответы на отдельные вопросы, тесты, задачи.....	230

Часть третья.
Планирование как функция финансового
управления

ГЛАВА 9. ФИНАНСОВОЕ ПЛАНИРОВАНИЕ И РАЗРАБОТКА БЮДЖЕТА ОРГАНИЗАЦИИ	239
9.1. Основные черты современного финансового планирования	240
9.2. Виды бюджетов и технология разработки основного бюджета.....	245
9.3. Бюджет денежных поступлений и выплат	265
9.4. Плановый баланс активов и пассивов	271
ГЛАВА 10. УПРАВЛЕНЧЕСКИЙ АНАЛИЗ И КОНТРОЛЬ В КОМПАНИИ	277
10.1. Использование гибких бюджетов в планировании и оценке фактических результатов	278
10.2. Техника управления по отклонениям	281
10.3. Анализ на основе точки безубыточности	288
10.4. Учет и контроль затрат в системе финансового управления	294
10.5. Системы управленческого контроля.....	327
Какой литературой следует пользоваться.....	339
Интернет-источники.....	339
ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ.....	340
Мини-темы к обсуждению	340
Тесты.....	341
Задачи и мини-ситуации.....	346
Деловые ситуации, кейсы.....	353
Ответы на отдельные вопросы, тесты, задачи; «ключи» к кейсам.....	376
Приложение 10.1.....	382

Часть четвертая.
Управление оборотным капиталом

ГЛАВА 11. ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ ОБ УПРАВЛЕНИИ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ	393
11.1. Понятие оборотного капитала и его элементы	394
11.2. Политика управления оборотным капиталом	397
ГЛАВА 12. ПОДХОДЫ К ОПРЕДЕЛЕНИЮ ПОТРЕБНОСТИ В ЗАПАСАХ	405
12.1. Выбор системы управления запасами	406
12.2. Метод <i>ABC</i>	409
12.3. Определение оптимальной партии заказа.....	412
12.4. Поддержание оптимального уровня запасов.....	419
12.5. Нормирование.....	424
12.6. Приблизительная оценка потребности в оборотном капитале.....	440

ГЛАВА 13. УПРАВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫМИ СРЕДСТВАМИ И ДЕБИТОРСКОЙ ЗАДОЛЖЕННОСТЬЮ	445
13.1. Управление денежными средствами.....	446
13.2. Использование легко реализуемых ценных бумаг.....	448
13.3. Разработка кредитной политики фирмы.....	453
Приложение 13.1.....	471
ГЛАВА 14. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ.....	475
14.1. Собственные источники финансирования.....	476
14.2. Заемные источники финансирования.....	477
14.3. Нахождение оптимального соотношения между собственными и заемными источниками финансирования оборотных активов.....	490
ГЛАВА 15. ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА	493
15.1. Показатели эффективности использования оборотного капитала.....	494
15.2. Влияние учетной политики на величину индикаторов эффективности использования оборотного капитала.....	496
15.3. Выработка комплексной политики управления оборотными активами и источниками их финансирования.....	497
15.4. Управление текущими финансовыми потребностями. Примеры принятия решений.....	501
Какой литературой следует пользоваться.....	506
Интернет-источники.....	506
ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ.....	507
Мини-темы к обсуждению.....	507
Тесты.....	508
Задачи и мини-ситуации.....	512
Деловые ситуации, кейсы.....	519
Ответы на отдельные вопросы, тесты, задачи.....	542

АВТОРСКИЙ КОЛЛЕКТИВ

Бобылева Алла Зиновьевна, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (введение; гл. 1 совместно с О. М. Пегановой; гл. 2 совместно с Е. Н. Жаворонковой и О. А. Львовой; гл. 3 совместно с Е. Н. Жаворонковой и А. В. Кашировой; гл. 4 совместно с Е. Н. Жаворонковой, О. А. Львовой, и Ю. Н. Алешиной; гл. 5 совместно с Е. Н. Жаворонковой; гл. 6; гл. 7 совместно с О. М. Пегановой; гл. 8, 9; гл. 10 совместно с Е. Н. Жаворонковой и А. В. Кашировой; гл. 11—13; гл. 14, 15 совместно с О. М. Пегановой; гл. 16 совместно с Е. Н. Жаворонковой; гл. 18; гл. 19 совместно с О. М. Пегановой; гл. 20; заключение);

Пеганова Ольга Михайловна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (гл. 1 совместно с А. З. Бобылевой; гл. 7 совместно с А. З. Бобылевой; гл. 13, 14 совместно с А. З. Бобылевой; гл. 18 совместно с А. З. Бобылевой);

Жаворонкова Елена Николаевна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (гл. 2 совместно с А. З. Бобылевой и О. А. Львовой; гл. 3 совместно с А. З. Бобылевой и А. В. Кашировой; гл. 4 совместно с А. З. Бобылевой, О. А. Львовой и Ю. Н. Алешиной; гл. 5 совместно с А. З. Бобылевой; гл. 10 совместно с А. З. Бобылевой и А. В. Кашировой; гл. 16 совместно с А. З. Бобылевой);

Каширова Анна Владимировна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики инновационного развития факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (гл. 3 совместно с А. З. Бобылевой и Е. Н. Жаворонковой; гл. 10 совместно с А. З. Бобылевой и Е. Н. Жаворонковой);

Кудина Марианна Валерьевна, доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой экономики инновационного развития факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (гл. 21);

Львова Ольга Александровна, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени

М. В. Ломоносова (гл. 2 совместно с А. З. Бобылевой и Е. Н. Жаворонковой; гл. 4 совместно с А. З. Бобылевой, Е. Н. Жаворонковой и Ю. Н. Алешиной).

Алешина Юлия Николаевна, аспирант кафедры финансового менеджмента факультета государственного управления Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова (гл. 4 совместно с А. З. Бобылевой, Е. Н. Жаворонковой и О. А. Львовой).

ВВЕДЕНИЕ

Теория и практика финансового менеджмента, управления финансами становятся сегодня все более актуальными. Постепенно приходит понимание: управление организацией во многом осуществляется при помощи финансов и посредством финансов. Финансовые индикаторы характеризуют результаты деятельности любой компании, а также являются основными диагностирующими показателями, сигнализирующими об изменениях и позволяющими разработать комплекс мер, чтобы вернуть систему к устойчивому развитию.

Кроме того, в последнее время получило развитие самостоятельное научно-практическое направление — управление стоимостью компании (*Value Based Management*). Концепция управления стоимостью компании возникла в США в 1990-е гг. и считается самой «горячей» финансово-экономической идеей последнего времени. Она основана на выборе в качестве цели развития максимизации стоимости (ценности) бизнеса. Такой подход обычно расширяет функции финансовой службы: финансовый топ-менеджер получает статус директора по корпоративной стратегии и финансам, а финансовое подразделение становится структурой, координирующей организацию деятельности компании посредством разработанной соответствующим образом системы управленческого контроля и принятия управленческих решений. Таким образом, в современных условиях финансы не ограничиваются лишь обслуживающими функциями, а созидательно участвуют в увеличении стоимости фирмы. Все это придает особую значимость финансовому менеджменту.

В помощь изучающим финансовый менеджмент написано много хороших учебников — как иностранных, так и отечественных. Однако большинство из них нацелено в первую очередь на предоставление определенной суммы знаний, они помогают овладеть знаниями, но оставляют читателя пассивным. Правда, нельзя не отметить, что американские учебники содержат множество реальных примеров, мини-кейсов, но зачастую они далеки от российской действительности и пока не могут быть полезны в полной мере. Данный учебник направлен на активизацию, актуализацию имеющихся знаний и опыта российских менеджеров, на применение знаний в непростых отечественных условиях.

В результате изучения курса студент должен:

знать

- принципы управления финансовыми подразделениями финансов, финансовыми проектами компаний;

- методы подготовки аналитического материала для управления бизнес-процессами и оценки их финансовой эффективности;

уметь

- разрабатывать корпоративную финансовую стратегию;
- использовать современные методы управления корпоративными финансами для решения стратегических задач;

владеть

- методами стратегического финансового анализа;
- количественными и качественными методами для проведения научных исследований и финансового управления бизнес-процессами.

Разделы книги построены однотипно. Каждая из пяти частей включает базовые теоретические концепции и основные формулы для решения задач и ответа на формализованные вопросы. Далее в каждом разделе книги выделяются несколько групп однотипных заданий.

Первая группа заданий содержит мини-темы для обсуждения или дискуссионные вопросы. Ключевым словом в названии данной рубрики является «дискуссионные». Этим подчеркивается, что вопросы нацелены не на проверку знания каких-либо определенных фактов, а именно на дискуссию — часто на сформулированные вопросы нет однозначных ответов. С другой стороны, ответы на данные вопросы, как правило, невозможны или будут носить оттенок популизма, если предварительно не ознакомиться с текстами классических западных учебников по финансовому менеджменту и российскими учебниками, подчеркивающими отечественную специфику рассматриваемых проблем.

Вторая группа заданий — тесты. Их цель — обратить внимание читателя на определенные характеристики отдельных показателей и терминов, на тонкие различия между ними, помочь запомнить ряд базовых понятий. Задачи и мини-ситуации позволяют попробовать применить полученные знания на практике, глубже увидеть реальные проблемы, из которых складывается работа финансового менеджера.

Кейсы дают алгоритм принятия решения в различных ситуациях. Они позволяют идентифицировать проблему, сформулировать опции менеджмента, продумать систему информационного обеспечения и методы анализа, определить, какие допущения можно сделать. Большинство кейсов являются «структурированными», т.е. содержат вопросы, помогающие разработать схему анализа рассматриваемой ситуации. В то же время предлагаемая схема анализа, как правило, не ограничивает число реальных опций, возникающих в каждом конкретном случае. Некоторые задания в данном разделе не рассматривают конкретные кейсы, а предлагают наложить полученные знания на известную читателю конкретную ситуацию (например, применить в своей компании). В этих случаях читателю предоставляется «методический ключ» — последовательность этапов, которые надо пройти, подсказки для преодоления возможных проблем. При подготовке кейсов использовались материалы Европейской школы менеджмента и технологий, Гарвардской школы бизнеса, разработки Дж. Сулока, Дж. Данкелберга, М. Фридсона,

Ф. Алвареса¹, материалы российских СМИ, практический опыт авторов, большинство из которых совмещает преподавательскую деятельность с консалтинговой.

Данный учебник дает возможность уйти от пассивной и малоэффективной формы обучения в виде лекций и перейти на занятиях к активной форме — обсуждению дискуссионных вопросов, изучению деловых ситуаций и контролю знаний в виде тестов и решения конкретных проблем (задач). Помощь изучающим книгу окажет и то, что в конце каждой главы имеется приложение: ответы на отдельные вопросы, тесты, «ключи» к кейсам.

Список наиболее известных и, по мнению авторов, полезных учебников, интернет-сайтов и других информационных источников предлагается в конце каждой части книги.

Мы выражаем глубокую благодарность студентам факультета государственного управления МГУ имени М. В. Ломоносова, которые первыми познакомились с этой книгой и с чьей помощью авторы вносили коррективы, исправляли неточности, «заостряли» деловые ситуации.

В предлагаемом читателю третьем издании учебника отражены изменения в нормативно-правовой базе последних лет, обновлен список информационных источников, аналитические примеры дополнены анализом посткризисных трендов.

¹ *Sulock J. Cases in Financial Management / J. Sulock, J. Dunkelberg. — USA, Second Edition John Willey & Sons, Inc., 1997; Fridson M. Financial Statement Analysis. A Practitioner's Guide / M. Fridson, F. Alvarez. — University Edition, Third Edition. John Willey & Sons, Inc., 2002.*

Часть первая

Финансовое управление организацией: понятие, цели, содержание

Пролог

Данный раздел погрузит вас в новую предметную область — финансовый менеджмент, однако не надейтесь, что получите однозначные ответы на волнующие вас вопросы. Этот раздел — скорее приглашение к дискуссии, к совместному решению проблем. Мы нарисуем карту, обозначим основные понятия, покажем главные препятствия и опасности, а выбор маршрута останется за вами.

ГЛАВА 1

МЕСТО ФИНАНСОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИЕЙ

Задачи главы:

- рассмотреть возможности финансовых управленческих технологий;
- показать взаимосвязь стратегического и финансового менеджмента;
- определить влияние неопределенности на финансовое управление;
- показать эволюцию понимания функций и целей финансового менеджмента в XX—XXI вв. и становление нового научно-практического направления — управления ценностью фирмы.

О чем пойдет речь?

- Что такое финансовый менеджмент и каково его значение для успешного функционирования компании?
- Что такое финансовая культура, в какой мере ею должен обладать руководитель бизнеса?
- Финансовый менеджмент: наука или искусство?
- Чем различаются предметы исследования дисциплин «Финансовый менеджмент» и «Финансы корпораций»?

Что такое финансовый менеджмент и каково и его значение для успешного функционирования компании?

Для того чтобы стать профессионалом в области финансов, придется для начала определиться, какой конкретной отраслью финансов вы хотите заниматься. Это связано с тем, что изучение финансов и практическая финансовая деятельность обычно строятся по следующим направлениям:

- работа основных рыночных финансовых институтов — банков, страховых компаний, пенсионных фондов и пр.;
- фондовые рынки и связанная с ними инвестиционная деятельность;
- государственные финансы (финансы общественного сектора);
- финансовый менеджмент коммерческих организаций.

В данной книге мы будем преимущественно рассматривать финансовый менеджмент коммерческих организаций, а остальные финансовые сферы будут затрагиваться нами лишь в связи с их воздействием на реальный сектор экономики и рассматриваться как финансовая инфраструктура.

Часто говорят, что финансовые менеджеры призваны решать два вопроса: как зарабатывать деньги и как их тратить, т.е. как управлять деньгами. При таком подходе финансовый менеджмент понимается как наука управления деньгами, и прикладное значение данной науки видится в разработке и реализации конкретных технологий этого управления. Однако такое определение финансового менеджмента имеет ограниченный характер и не дает полного представления о его возможностях, может ориентировать на решение лишь текущих, сиюминутных задач.

В ряде учебников финансовый менеджмент определяется как наука, посвященная разработке методологии и инструментария управления финансовыми потоками, теории и практике принятия финансовых решений. На первый взгляд, это определение кажется более полным, однако можно заметить, что оно отличается от приведенного ранее преимущественно более «тяжелой» лексикой, тогда как предмет исследования — очень близкий: финансовые (денежные) потоки.

Поэтому мы предлагаем еще одно, качественно отличное определение: *финансовый менеджмент — это управление организацией при помощи финансов*. Это определение подчеркивает, что финансовое управление — не обособленное управление какими-либо отдельными процессами в организации, а составная часть комплексной системы управления. На наш взгляд, такое определение более точно отражает суть финансового менеджмента. Оно позволяет обратить внимание на то, что практически все бизнес-процессы на предприятии связаны с финансами, проходят финансовую проверку, могут быть мотивированы посредством финансов.

Финансовое управление, как правило, состоит из следующих последовательных этапов:

- постановка финансовой цели (задачи);
- составление программы мероприятий для ее реализации;
- выбор финансовых методов, рычагов, приемов управления реализацией задачи;
- организация выполнения решения;
- контроль над выполнением решений;
- анализ и оценка возможных результатов решений.

В некоторых учебниках и методических пособиях под финансовым менеджментом понимаются лишь финансовые методы, рычаги, приемы управления реализацией задачи. Подчеркиваем, что в данном учебнике финансовые технологии будут пониматься более широко — и как технологии разработки цели в количественном выражении, и как методы составления плана и программы реализации цели, и как приемы организации выполнения решений, и как рычаги контроля, и как аналитический инструментарий.

Что такое финансовая культура, в какой мере ею должен обладать руководитель бизнеса?

Многие собственники и топ-менеджеры до сих пор недооценивают значение технологий. Они продолжают считать, что главное — обеспечить операционную деятельность компаний, и на этой основе финансовый успех придет сам собой. Однако такой подход в современных условиях может привести к потере управления бизнесом, к уводу финансовых потоков сотрудниками, недоиспользованию рыночных возможностей. Поэтому во всем мире сейчас говорят о необходимости развития финансовой культуры¹ у высших руководителей компаний, при этом выделяется первый, минимально необходимый уровень, и второй, желательный, но составляющие которого можно переложить на менеджеров-специалистов.

Первый уровень финансовой культуры включает:

- знание основ (умение читать финансовую отчетность, воспринимать финансовые результаты в контексте конкретного бизнеса);

¹ Financial intelligence (англ.).

- понимание, что финансовые показатели — отражение реальности, основанное на ряде допущений и оценок. Разные допущения приводят к разным результатам, подталкивают к разным решениям;

- умение разговаривать на бизнес-языке.

Второй уровень предполагает умение использовать финансовые технологии в управлении.

Финансовый менеджмент: наука или искусство?

Иногда приходится задумываться: а достаточно ли знания методов и приемов финансового менеджмента для успешного управления фирмой? К сожалению, нет. Можно прекрасно сдать все аттестационные экзамены, однако и из успешного студента финансового менеджера может не получиться.

В экономической системе решение всегда принимается в условиях той или иной степени неопределенности, под которой мы понимаем неполноту или неточность информации об условиях деятельности. К причинам неопределенности обычно относят:

- незнание;
- случайность;
- противодействие.

Одной из важнейших задач менеджера является снижение неопределенности посредством сбора и аналитической обработки всей доступной информации, которая может помочь при принятии решения. В результате может определиться достаточно четкая картина будущего, несколько дискретных возможностей, широкий спектр возможных исходов, а может сохраниться полная неопределенность.

Таким образом, какая-то доля неопределенности сохраняется всегда, и для выбора вариантов и принятия решений одного знания технологий недостаточно. Поэтому, хотя центральным моментом практически всех подходов к управлению является предположение, что менеджеры, применив комплекс эффективных мер, могут предсказать конечный результат любого бизнес-процесса, финансовое управление — это синтез науки и искусства. Оно предполагает не только овладение технологиями¹, но и способность быстро принимать решения в условиях неопределенности, брать на себя риски, используя интуицию и здравый смысл. Цитируя американских специалистов, В. В. Ковалев подчеркивает, что «...оптимальная стратегия не может быть рассчитана по логарифмической линейке»².

В странах с развитой рыночной экономикой соотношение между наукой (технологиями) и искусством складывается в пользу науки, так как степень неопределенности экономической среды там ниже, ситу-

¹ Под финансовыми управленческими технологиями мы понимаем способы реализации корпоративных управленческих решений при помощи финансов, посредством финансов (на основе финансовой мотивации, финансового контроля) — см. : *Бобылева, А. З.* Финансовые управленческие технологии : учебник / А. З. Бобылева. — М. : ИНФРА-М, 2007.

² *Ковалев, В. В.* Анализ хозяйственной деятельности предприятия / В. В. Ковалев, О. Н. Волкова. — М. : Проспект, 2000. — С. 23.

ации, в которых приходится принимать решения, более стандартны. В переходные периоды (как, например, сейчас в России) роль такой составляющей финансового менеджмента, как искусство, возрастает. Однако и на Западе искусство финансового менеджмента ценится очень высоко. Об этом говорит хотя бы тот факт, что большинству студентов, специализирующихся в США в области финансов, присваивают звание магистра искусства в области делового администрирования (*Master of Arts in Business Administration*).

Чем различаются предмет исследования дисциплин «Финансовый менеджмент» и «Финансы корпораций»?

Близкие по содержанию вопросы рассматриваются также научной дисциплиной «Финансы корпораций». Авторы наиболее известных фундаментальных учебников в области финансов микроуровня (Ю. Бригхэм, С. Росс, Ченг Ф. Ли, Дж. К. Ван Хорн, Р. Брейли, С. Майерс) не проводят четкого различия между курсами «Финансы корпораций» и «Финансовый менеджмент». Они рассматривают финансы компаний в динамике, с точки зрения принятия управленческих решений. Например, в предисловии к 10-му изданию популярного учебника Е. Бригхэма¹ отмечается, что рассматриваемый круг вопросов раскрывается в курсах «*Financial Management*» или «*Corporate Finance*». Большинство классических учебников по корпоративным финансам и финансовому менеджменту близки по структуре и содержанию.

Тем не менее, подобный подход неоднозначен. Если, например, провести параллель с обучением управлению автомобилем, то можно также выделить два курса: непосредственно «вождение автомобиля» (финансовый менеджмент) и «устройство автомобиля» (финансы корпораций). Первый курс направлен на обучение управленческим технологиям, второй является фундаментальным, позволяет выявить закономерности, раскрывает глубинные взаимосвязи, однако изучает предмет в статике и, как правило, не позволяет успешно «водить машину».

На наш взгляд, на основании данного примера можно сделать вывод: «Финансы корпораций» — фундаментальный, базовый курс, на котором строится финансовый менеджмент, он позволяет улучшить практическое управление финансами, сделать его осмысленным и теоретически обоснованным, дает возможность перенастраивать, творчески реорганизовывать процесс финансового управления при изменении внешних и внутренних условий. Продолжая аналогию с обучением управлению автомобилем, можно сказать, что финансовый менеджмент дает навыки управления, однако профессиональное «вождение» невозможно без знания устройства автомобиля — финансов корпораций.

¹ Brigham E. Financial Management. Theory and Practice / E. Brigham, M. Ehrhardt. — Harcourt College Publishers. — 10th ed. — P. 5.

Тем не менее, в данном учебнике, как и в большинстве научно-практических работ, не будет строгого разделения на теоретические аспекты финансов и управленческие технологии. Основные темы обеих дисциплин будут рассматриваться с точки зрения принятия финансовых решений на основе анализа состояния финансов и прогноза их изменений, возможностей влияния на финансовые результаты.

Следует отметить, что термин «корпоративные финансы» в отечественной теории и практике не имеет четкого и однозначного определения. У нас часто рассматривают корпорацию как публичное акционерное общество, что не соответствует мировой практике, сужает понятие корпоративных финансов. За рубежом теоретические и практические вопросы, раскрываемые в курсах «Финансы корпораций», находят применение во всех типах и формах организаций, включая частные фирмы и предприятия малого бизнеса.

Так, в учебнике по корпоративным финансам *Stern School of Business*¹ указывается, что огромные корпорации и крошечные фирмы стоят перед одними и теми же фундаментальными проблемами, и корпоративные финансы — учение о решениях, которые каждая фирма должна принимать. Яркий пример, приведенный в книге: если руководство «Боинга» должно принимать решения о разработке новой модели самолета, то владелец небольшого книжного магазина решает — организовать или нет кафе в торговом зале. Если «Боинг» решает вопрос об источниках финансирования, рассматривая варианты увеличения акционерного капитала или эмиссии облигаций, то владелец книжного магазина стоит перед дилеммой: инвестировать ли собственные сбережения или взять кредит в банке. Руководство «Боинга» периодически решает, какую часть прибыли следует отвлечь на дивиденды, а владелец частного предприятия — какую часть денег он может изъять из оборота на личные нужды.

Таким образом, изучение дисциплин «Корпоративные финансы» и «Финансовый менеджмент» позволяет ответить на поставленные вопросы руководителям всех типов компаний, их проблемы различаются лишь масштабом и в некоторых случаях инструментарием, технологией реализации принятых решений.

1.2. Базовые финансовые концепции и инструменты

О чем пойдет речь?

- Каковы функции финансов в организации?
- Какие цели и задачи стоят перед финансовым менеджментом?

¹ Damodaran A. Corporate Finance. Theory and Practice / A. Damodaran. — John Wiley & Sons, Inc. — NY University, 2000. — P. 3.

- Каковы главные принципы финансового менеджмента?
- Каковы основные этапы эволюции финансового менеджмента?
- Что такое финансовые рынки, финансовые институты, финансовые посредники?
- Что включает в себя управление ценностью компании?

Каковы функции финансов в организации?

При традиционном рассмотрении финансов в организации обычно выделяют следующие их функции: обеспечение денежными ресурсами, распределительную и контрольную.

Функция обеспечения денежными ресурсами заключается в разработке механизмов обслуживания денежными ресурсами операционной, инвестиционной и финансовой деятельности, обеспечения ежедневной платежеспособности организации.

Экономическое содержание второй функции предполагает установление оптимальных пропорций распределения дохода между потребностями развития компании, его собственниками и государством.

Третья функция финансов основана на том, что вся деятельность организации учитывается и планируется в денежной форме. Это позволяет в стоимостной форме контролировать расход сырья, материалов, оплату труда по подразделениям, а также осуществлять надзор за взаимоотношениями организации с банками, партнерами, бюджетом.

В целом функции финансов компаний достаточно широко описаны в литературе, и в данном учебнике мы не будем на них подробно останавливаться. Однако в современных условиях финансы приобретают новую функцию — увеличения стоимости (ценности) фирмы, создания новых денежных средств и их эквивалентов для владельцев. Эта функция подчеркивает созидательный характер финансов в отличие от других функций, лишь обслуживающих отдельные направления деятельности компании. Конкретные проявления данной функции будут раскрыты при дальнейшем изучении курса. Подчеркнем лишь, что в последнее время в развитых странах появилось целое научно-практическое направление — управление стоимостью (ценностью) компании (*Value Based Management, VBM*), которое в значительной степени использует эту новую функцию.

Уместно обсудить, какой русскоязычный термин следует использовать при изучении и реализации концепции *VBM*, — стоимость или ценность, какой из них наиболее полно соответствует раскрытию сути концепции. Проблема заключается в том, что представители отдельных российских научных школ по-разному переводят английское слово «*value*», вкладывают в него разный смысл и зачастую находятся на непримиримых позициях. Однако если заглянуть в знаменитый вебстеровский словарь¹, то в нем слово «*value*» имеет двенадцать толкований,

¹ Webster's Third New International Dictionary of the English Language Unabridged. Editor in Chief Philip Babcock Gove, PhD and the Merriam-Webster Editorial Staff. G & C. Merriam Company, Publishers Springfield, Massachusetts, USA, 2006. — P. 2530, 2531.

включая и ценность, и стоимость, и даже полезность (*utility*). По нашему мнению, в целом концепции *VBM* больше соответствует термин «ценность» как более емкий. Однако и использование термина «стоимость» допустимо: этот термин более привычен в русскоязычной литературе, с давних пор применялся при переводе классической экономической литературы. Нужно лишь помнить, что при использовании англоязычных терминов (что становится все более популярным) все противоречия исчезают.

Какие цели и задачи стоят перед финансовым менеджментом?

Любая прикладная наука формулирует свою цель. Если цель не сформулирована, то нет объективного критерия для принятия решений. Из этого же следует, что не может быть нескольких равнозначных стратегических целей — в таком случае решение принять так же трудно. Например, если фирма ставит одновременно две цели — увеличить текущий чистый доход и расширить долю рынка — эти цели могут быть противоречивы. В этом случае отсутствует стратегическая цель или, по крайней мере, иерархия целей. В результате могут сумбурно приниматься краткосрочные тактические решения, в долгосрочной перспективе ухудшающие положение компании.

Достаточно часто стратегической целью финансового менеджмента называют *максимизацию прибыли организации*. Однако это может искусственно упрощать реальную действительность. Такая цель игнорирует другие возможности увеличения ценности бизнеса для акционеров, например повышения котировки акций. Кроме того, обычно не учитывается, что финансовые отчеты компании — интерпретация ее менеджмента. Несмотря на международные стандарты и внутренние для каждой страны общие правила ведения бухгалтерского учета, прибыль остается во многом манипулируемым показателем, она в определенных пределах может корректироваться в зависимости от сиюминутных целей собственников, видения ситуации менеджером и т.д.

Иногда целью финансового менеджмента называют *максимизацию доходности*, однако владельцев бизнеса в первую очередь интересуют показатели объема (сколько они заработают), а не относительные показатели, которые могут быть высокими при относительно низких доходах¹.

Долгосрочная стабильность также иногда используется в качестве стратегической цели финансового менеджмента, однако практика показывает, что отсутствие амбициозных целей развития обычно приводит к выбору лишь защитных стратегий, снижению конкурентоспособности и в конечном счете к потере стабильности.

В противоположность предыдущей формулировке, цель иногда понимается как *рост*, однако рост при этом трактуется однобоко: увеличение рынка, активов и пр., что часто не приводит к улучшению финансовых результатов для собственников.

¹ Обычно так бывает в небольших проектах.

С середины XX в. достаточно популярным в качестве цели финансового менеджмента стал *принцип разумной достаточности (satisficing)*, введенный Р. М. Сайертом и Дж. Г. Марчем¹ и получивший большую популярность в странах с восточной культурой, в частности Японии. В соответствии с этим подходом цели должны стать отражением интересов коалиции стейкхолдеров: выгода для себя должна сопровождаться созданием ценности для потребителей. Увеличение богатства акционеров не должно противоречить увеличению богатства персонала и других стейкхолдеров. Однако, на наш взгляд, такая формулировка цели также не является удачной: хотя источником денежного потока для собственников в долгосрочной перспективе является удовлетворение запросов покупателей, и ясно, что без ценности для покупателя не будет ценности для владельца бизнеса, мы должны понимать, что удовлетворение интересов покупателей и других стейкхолдеров — не цель, а средство достижения собственных финансовых целей собственниками бизнеса.

Выработка цели компании — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий на ключевых факторах деятельности компании. При изучении теории финансов и практическом управлении более точно цель финансового менеджмента можно описать как *повышение благосостояния владельцев бизнеса или прирост вложенного капитала (owners' wealth maximization)*. Подобная формулировка цели позволяет:

- реализовать стоимостной подход к управлению, при котором вся система управления компанией ориентирована на максимизацию ценности бизнеса;
- учесть интересы собственников;
- подчеркнуть долговременный характер функционирования (цель — не сиюминутная прибыль, а достижение устойчивых финансовых результатов);
- рассмотреть другие (кроме прибыли) возможности улучшения финансовых результатов, например увеличение курсовой стоимости акций;
- учесть фактор неопределенности и риска при принятии управленческих решений.

Данная цель наиболее полно отражает философию корпоративных финансов и поддается количественному определению². В некоторых случаях даже миссия компании определяется через увеличение ценности (стоимости) компании. Так, миссия компании *Coca-Cola* в качестве одной из составляющих содержит создание ценности. На основе сформулированной миссии разрабатывается стратегическая цель и задачи³.

¹ Cyert R. M. A behavioral theory of the firm / R. M. Cyert, J. G. March. — Prentice-Hall (Englewood Cliffs, N.J.), 1963. Последнее издание — в 2005 г.

² Далее в учебнике будут раскрыты количественные метод оценки увеличения ценности бизнеса.

³ «Our mission is to ... create value...». URL: <http://www.coca-colacompany.com/our-company/mission-vision-values>

Безусловно, стратегическая цель может детализироваться в целях (задачах) второго, третьего и прочих уровней. Так, целями финансового менеджмента второго уровня могут быть прирост прибыли, увеличение доли рынка, рост доходов менеджеров, увеличение доходности, решение каких-либо социальных задач и т.п.

В долгосрочной перспективе цели первого и второго уровня не вступают в противоречие. Обоснованием данного утверждения могут служить следующие рассуждения. В обществе с развитой рыночной экономикой большинство взрослого населения является акционерами каких-либо компаний — прямо или косвенно (пенсионные и другие инвестиционные фонды). Поэтому рост ценности компаний благоприятно отражается на благосостоянии общества. Рост ценности компании обеспечивается в основном за счет успехов в конкурентной борьбе, что в свою очередь достигается высоким качеством продукции при относительно низких ценах. От этого опять выигрывает общество, которое можно рассматривать как совокупность покупателей. И последнее: рост ценности компании обычно сопровождается ее расширением и, следовательно, наймом дополнительного персонала, созданием новых рабочих мест.

Однако на практике в определенных случаях может возникнуть конфликт целей различных групп участников бизнес-процессов, известный в литературе как агентский конфликт¹. Потенциальный конфликт интересов может возникнуть между владельцами компании и менеджерами, владельцами компании и кредиторами, владельцами компании и фондовым рынком, владельцами компании и обществом. Рассмотрим наиболее типичные примеры подобных конфликтов и возможности их разрешения.

Владельцы — менеджеры. Увеличение богатства акционеров далеко не всегда является целью менеджеров. Их усилия могут быть направлены, в первую очередь, на личное обогащение, увеличение собственной значимости посредством расширения компании и т.п. Конфликт интересов находит проявление, например, при оценке целесообразности слияния компаний: оно может привести к увеличению ценности компании, однако менеджер потеряет свою позицию. Следует отметить, что пока в мире не выработаны единообразные механизмы разрешения данного конфликта: и способы наделения топ-менеджеров правами собственности, и различные схемы бонусов, и системы контроля и оценки качества управления пока не дают нужных результатов. Агентский конфликт смягчается на время, затем опять обостряется, и приходится искать новые механизмы его урегулирования. В России этот конфликт разрешается своеобразно: собственники бизнеса часто одновременно являются и топ-менеджерами².

¹ «Agency conflict» см., например: Foss N. J. The theory of the firm: critical perspectives on business and management / N. J. Foss. — Taylor & Francis, 2000. — P. 254; Jensen M. (1976) Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and Capital structure / M. Jensen, W. Meckling.

² В корпорациях крупные акционеры являются менеджерами более чем в 70% случаев (см.: Российская корпорация. Внутренняя организация. Внешние взаимодействия. Перспективы ↻

Владельцы — кредиторы. Кредиторы получают плату за предоставленный капитал, а также имеют право на имущество фирмы в случае ее банкротства. Однако многие решения, от которых зависит уровень кредитного риска, могут не контролироваться банком в полной мере. Так, фирма может заимствовать и у других кредиторов, что делает вложения первых кредиторов более рисковыми. Для смягчения возможного агентского конфликта в качестве меры защиты кредиторы могут потребовать внесения в кредитный договор дополнительных обязательств фирмы-заемщика. Это может быть ограничение инвестиционной активности, приостановление выплаты дивидендов или сохранение их на прежнем уровне до погашения долга, поддержание зафиксированного на момент займа уровня финансового левереджа и т.д.

Владельцы предприятий — фондовые рынки. Информация о финансово-экономическом состоянии компаний иногда поступает на рынок несвоевременно, является не вполне корректной, что может приводить к неадекватной рыночной оценке акций — ее занижению или завышению. Смягчению данного агентского конфликта могут способствовать независимые аналитические и консалтинговые фирмы, задача которых — предвидеть и информировать сообщество о динамике развития фирм, снижать асимметричность информации.

Владельцы предприятий — общество. Этот конфликт может проявляться, например, в нарушении экологических, санитарных и других нормативов, социальных и этических норм. Во избежание данного конфликта цель увеличения благосостояния владельцев фирмы должна рассматриваться при определенных ограничениях, связанных с сохранением или улучшением качества жизни для населения. Эти параметры не всегда можно измерить (хотя к этому следует стремиться), они связаны с этикой бизнеса, и в каждом обществе в каждый исторический период есть свои критерии и ограничения.

Любые действия по снижению и предотвращению потенциальных конфликтов между участниками бизнес-процессов влекут за собой так называемые агентские затраты. К ним относятся все расходы, способствующие смягчению конфликтов: организация контроля над наемным работником или партнером; уступка части дохода; проведение каких-либо затратных, но не прибыльных мероприятий для удовлетворения нормативам и т.д. Оптимальная величина агентских затрат определяется при оценке эффективности проектов как одна из составляющих расходов.

Каковы главные принципы финансового менеджмента?

Каждая наука имеет основополагающие принципы, на которых строится теория и делаются практические выводы. Современная наука финансового менеджмента к таким фундаментальным основам относит:

Эразмита / под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. — М. : ГУ — ВШЭ, 2007. — С. 46); в небольших компаниях положение, при котором собственник и менеджер — одно лицо, является повсеместным.

- принцип инвестирования: вложения производятся только в случае, если ожидается доход не меньше среднерыночного;
- принцип финансирования: выбранные источники финансирования и их соотношение должны обеспечивать минимальные затраты на привлечение капитала;
- принцип распределения дивидендов: если фирма не находит проекты, отдача от которых не ниже среднерыночной, вся чистая прибыль может распределяться на дивиденды для самостоятельного поиска путей прибыльных вложений;
- принцип изменения стоимости денег во времени: неравноценность разновременных затрат и результатов;
- принцип соотношения риска и доходности: высокий риск компенсируется более высокой доходностью вложений или ориентирует на принятие менее рискованных решений при умеренной доходности.

Каждое из этих направлений финансовой теории будет рассмотрено в соответствующих разделах книги на примерах конкретных финансовых технологий и применительно к решению практических вопросов. Пока лишь поясним, что принцип пропорциональной зависимости риска и доходности позволяет компенсировать высокий риск более высокой доходностью вложений или ориентирует на принятие менее рискованных решений при умеренной доходности. Изменение стоимости денег во времени должно учитываться при принятии инвестиционных и финансовых решений, так как затраты и получение результата обычно не совпадают по времени. Оптимальный выбор соотношения собственного и заемного капитала «включает» финансовый левередж и повышает рентабельность собственных средств. Управление стоимостью капитала направлено на экономию финансовых ресурсов и обеспечение наиболее высокой ценности компании.

Эти принципы лежат в основе разработки моделей управления финансами организаций. С учетом этих принципов строится стратегия большинства успешных компаний, однако в конкретной ситуации в тактических целях на краткосрочный период возможен отход от данных принципов. В реальной действительности ситуация может быть неординарной и требовать гибкого использования того или иного принципа, умения видоизменить и адаптировать стандартные подходы и технологии.

Каковы основные этапы эволюции финансового менеджмента?

Финансовый менеджмент как самостоятельная область знания возник в начале XX в. и был сконцентрирован на процессах создания фирм, их слиянии и дроблении. В период депрессии 1930-х гг. в США основное внимание в финансовом менеджменте уделялось проблемам банкротства и реструктуризации, повышению ликвидности. Начиная с 1950-х гг. финансовый менеджмент развивался в первую очередь как теоретический анализ, позволяющий принимать обоснованные эффективные

управленческие решения. В этот период получили Нобелевские премии такие экономисты-финансисты, как М. Фридмен, Ф. Модильяни, Г. Марковиц, М. Шоулз, Д. Стиглиц. В конце XX — начале XXI в. финансовый менеджмент постепенно преобразовывается в теорию и практику управления ценностью фирмы, максимизации ее стоимости.

ПРИМЕР 1.1

Достаточно часто можно встретить мнение, что *VBM* — «новая забава» для развитых стран и к российской действительности не имеет отношения. Однако и российские компании проявляют большой интерес к данной концепции управления. Так, *VBM* была внедрена на одном из ведущих предприятий российского приборостроения «Старорусприбор» корпорации «Сплав». Процесс внедрения не был простым, так как это было промышленное предприятие более чем с полувековой историей, очень консервативная и медленно поддающаяся изменениям структура. Тем не менее, в настоящее время на предприятии проводится учет затрат на инвестированный капитал при оценке результатов деятельности, анализ и сравнение альтернативных вариантов вложения акционерного капитала, контроль взаимосвязи всех действий, направленных на прирост акционерного капитала. Принципы создания стоимости распространены на все уровни управления. Новая система управления привела к значительному улучшению показателей операционной, инвестиционной, финансовой деятельности. В частности, показатель доходности продаж достиг 63%¹.

Что такое финансовые рынки, финансовые институты, финансовые посредники?

Качество управления финансами компаний в значительной степени зависит от понимания ситуации на финансовом рынке, умения прогнозировать изменения процентных ставок, других колебаний конъюнктуры финансового рынка. Это связано с тем, что любая организация функционирует не изолированно, а выходит на финансовый рынок, пользуется услугами финансовой инфраструктуры — обслуживается банками, биржами, страховыми компаниями, прибегает к помощи других финансовых посредников.

Ознакомление с функционированием финансового рынка является темой отдельного изучения и выходит за рамки данного учебника. Ограничимся лишь базовыми определениями и перечислением основных инструментов, позволяющих привлекать финансовые средства в активы компаний. Более детально отдельные инструменты финансового рынка будут рассмотрены при изучении технологии принятия краткосрочных и долгосрочных финансовых решений.

Финансовый рынок — это сфера экономических отношений между продавцами и покупателями финансовых средств. Он представляет со-

¹ <http://sp-forum.com.ua/?mod-list>. <http://www.starorusprubor.ru/about/managment.htm>.

бой организованную или неформальную систему торговли финансовыми инструментами. Объектами купли-продажи на финансовом рынке являются собственно деньги, различные финансовые обязательства (ценные бумаги, кредиты) и валютные ценности. Различные виды ценных бумаг и кредиты выступают в качестве *инструментов* финансового рынка.

Основную роль на финансовом рынке играют финансовые институты, которые направляют денежные потоки от собственников к заемщикам.

Финансовые институты — это организации, участвующие в финансово-кредитной системе, аккумулирующие временно свободные денежные средства и перераспределяющие их между экономическими субъектами на условиях возвратности, срочности, платности. К ним относятся банки, страховые компании, инвестиционные компании (фонды), пенсионные фонды, взаимные фонды.

В настоящее время финансовый рынок играет значительную роль в развитии экономики, выполняя следующие функции:

- обеспечивает трансформацию сбережений в инвестиции;
- обеспечивает формирование инвестиционного капитала: многие фирмы приобретают на финансовом рынке ресурсы, необходимые для начала своей деятельности, а также для ее расширения и развития;
- формирует условия инвестирования: процентные ставки, которые складываются на финансовом рынке, оказывают существенное влияние на принятие инвестиционных решений, независимо от того, использует компания собственный или заемный капитал;
- позволяет различным экономическим субъектам извлекать дополнительные доходы;
- создает возможность хеджировать финансовые риски с помощью различных производных финансовых инструментов;
- является индикатором всего рыночного хозяйства, быстро реагируя на изменения, которые происходят не только в экономической, но и правовой, политической и социальной сферах.

Оказывая существенное влияние на мировую и национальную экономику, современный финансовый рынок отличается большим разнообразием инструментов, в соответствии с которым складываются его сегменты и формируется его структура. В зависимости от целей анализа финансового рынка, а также особенностей развития его сегментов существуют разные подходы к характеристике его структуры. Наиболее распространенным и общепринятым подходом является деление финансового рынка на три больших сегмента: денежный рынок, рынок капитала и валютный рынок.

На *денежном рынке* сделки совершаются на короткие сроки (до одного года), но чаще всего на несколько месяцев или дней. Денежный рынок обслуживает текущую деятельность экономических субъектов, обеспечивая поддержание ликвидности и платежеспособности. Денежный рынок в свою очередь включает в себя несколько сегментов:

- **учетный рынок:** на нем обращаются коммерческие и казначейские векселя. Основной операцией является учет векселя, т.е. покупка векселя с дисконтом до срока его погашения;

- **рынок межбанковских кредитов:** банки предоставляют кредиты друг другу, а также небанковским кредитным организациям. Крупнейшим кредитором выступает центральный банк.

- **рынок депозитных сертификатов,** которые выпускаются банками для юридических лиц и представляют собой ценную бумагу, свидетельствующую о вкладе в банк определенной суммы денежных средств и об обязательстве банка вернуть вложенную сумму с процентами в определенный срок. Благодаря рынку депозитных сертификатов его владелец может досрочно вернуть вложенную сумму без потери процентов.

Рынок капитала представлен рынком среднесрочных и долгосрочных банковских кредитов и рынком ценных бумаг. Рынок капитала обслуживает процесс расширенного воспроизводства. На нем хозяйствующие субъекты покупают финансовые ресурсы, необходимые для расширения и развития своей деятельности.

Рынок ценных бумаг в свою очередь имеет сложную структуру и обслуживает как денежный рынок, так и рынок капитала. К сегментам рынка ценных бумаг, обслуживающих рынок капитала, относятся рынок долевых (акции) и долговых (облигации, векселя) ценных бумаг. Кроме того, в структуре рынка ценных бумаг можно выделять рынки государственных и корпоративных ценных бумаг, а также рынок производных финансовых инструментов.

Фактическое приобретение финансовых ресурсов экономическими субъектами происходит на первичном рынке, где продаются ценные бумаги, выпущенные хозяйствующими субъектами или государством, а также берутся кредиты в банках или небанковских кредитных организациях. На вторичном рынке финансовые обязательства перепродаются, т.е. на этом рынке происходит лишь смена собственника.

По форме организации рынок ценных бумаг может быть биржевым (организованным) и внебиржевым (уличным).

Основными отличительными признаками биржевой торговли являются наличие торговой площадки, где встречаются продавцы и покупатели, процедура листинга — допуск к участию в торгах, аукционная форма продажи. Примером крупнейших бирж может служить Нью-Йоркская фондовая биржа (*NYSE*), Лондонская фондовая биржа (*LSE*), Токийская фондовая биржа (*TSE*). В России — Московская межбанковская валютная биржа (*ММВБ*), ОАО «Фондовая биржа РТС». Требования листинга на ведущих фондовых биржах, как правило, достаточно высокие. Им могут соответствовать ценные бумаги крупных компаний, давно работающих на рынке. Для молодых и средних компаний создаются альтернативные площадки с менее жесткими требованиями к бумагам эмитентов. Такие площадки существуют на Лондонской бирже (*Alternative Investment Market, AIM*), на Токийской бирже. Недавно подобная площадка была создана и на ММВБ.

Внебиржевой рынок (*over-the-counter, OTC*) в основном концентрируется на продажах ценных бумаг, не котирующихся на биржах. Внебиржевой рынок не имеет единой площадки, преобладает договорная форма заключения контрактов. Внебиржевой рынок носит как организованный, так и неорганизованный характер. При организованном обороте действуют саморегулирующие органы — посредники (брокеры и дилеры).

ПРИМЕР 1.2

Примером организованного внебиржевого рынка может служить американская Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (*NASDAQ*). Главная задача *NASDAQ* — обслуживание оборота ценных бумаг (в основном акций), которые не попадают на фондовые площадки США. Как правило, сделки в этой системе организуются и осуществляются между крупными институциональными инвесторами и ведутся на оптовой основе. Со временем *NASDAQ* превратилась в крупнейшую торговую площадку, торги на которой ведутся в электронной форме. В основном этот рынок используют молодые инновационные фирмы, но он привлек и многие крупные корпорации США, что привело к резкому увеличению объема операций на этом рынке и приближение их к операциям на фондовых биржах. В связи с этим *NASDAQ* подчас называют американской электронной биржей. Подобные системы внебиржевой торговли акциями молодых эмитентов существуют и в Японии — *JASDAQ*, однако объемы ее операций невелики.

На валютном рынке объектом купли-продажи выступают иностранные валюты, необходимые для развития внешнеэкономической деятельности хозяйствующих субъектов. Колебания курсов валют создают также возможности для сохранения и преумножения стоимости, в том числе за счет спекулятивных операций.

Взаимодействие между продавцами и покупателями на финансовом рынке может осуществляться двумя способами: *непосредственно* и *опосредованно*.

При непосредственном взаимодействии удовлетворение взаимного интереса происходит с помощью прямого финансирования на так называемом *рынке прямых заимствований*. При прямом финансировании покупатель денежных средств выпускает свои финансовые обязательства и продает их. Продавец денежных средств покупает эти финансовые обязательства и рассматривает их как *финансовые активы*, приносящие процентные доходы. Прямое финансирование осуществляется через частное размещение: например, фирма продает весь выпуск ценных бумаг одному крупному институциональному инвестору или группе крупных частных индивидуальных инвесторов.

Индивидуальные инвесторы — это частные сберегатели денежных средств, которые выступают поставщиками инвестиционного капитала: отдельные лица, организации и фирмы.

Институциональные инвесторы — различные финансовые и кредитные организации, которые аккумулируют сбережения и временно

свободные денежные средства экономических субъектов и размещают их от своего имени и за свой счет в различные финансовые инструменты. Они представляют собой финансовых посредников. Крупнейшими институциональными инвесторами в современных условиях являются банки, страховые компании и пенсионные фонды.

Несмотря на то что частное размещение получило достаточно широкое распространение, возможности рынка прямых займов ограничены. Во-первых, возникают значительные затраты, связанные с поиском инвестора. Во-вторых, этот рынок является крупнооптовым, а крупных покупателей немного. В-третьих, для инвесторов возникает повышенный риск при вложении крупных денежных средств в финансовые обязательства одного эмитента. Частные размещения своих эмиссий с успехом могут проводить в основном крупные, известные компании, не раз обращавшиеся к рынку ценных бумаг.

Большая часть финансовых ресурсов приобретается на рынке на основе механизма опосредованного финансирования, с помощью финансовых посредников. В деятельности финансовых посредников заинтересованы обе стороны, как продавцы, так и покупатели денежных средств.

В современной экономике существует большое разнообразие финансовых посредников, но в целом их можно разделить на четыре большие группы в зависимости от целей деятельности и выполняемых функций, методов аккумулирования свободных денежных средств и способов их размещения. Большая часть из них функционирует на коммерческой основе, но существуют также и организации некоммерческого типа.

1. *Учреждения депозитного типа* аккумулируют денежные средства путем привлечения их на депозиты, а затем размещают их в кредиты, ценные бумаги и другие финансовые инструменты. К этому типу относятся в первую очередь коммерческие банки и небанковские кредитные организации, такие, как ссудо-сберегательные ассоциации, кредитные союзы, общества взаимного кредитования и др.

2. *Договорные (контрактные) сберегательные учреждения.* Это страховые компании, государственные и частные пенсионные фонды. Отличительной особенностью этих финансовых посредников является то, что у них существует устойчивый приток денежных средств от держателей страховых полюсов и пенсионных счетов. Страховые компании, особенно компании по страхованию жизни, а также пенсионные фонды аккумулируют колоссальные долгосрочные денежные ресурсы и являются крупнейшими институциональными инвесторами, размещая свои ресурсы в долгосрочные финансовые активы. В современных условиях они являются основными поставщиками инвестиционного капитала в экономику.

3. *Учреждения инвестиционного типа (инвестиционные посредники)* — организации, выполняющие посреднические функции на рынке ценных бумаг. В зависимости от состава основных клиентов и оказываемых им услуг инвестиционные посредники делятся на оптовых и розничных. Первые оказывают услуги корпоративным клиентам

и государству. Основными представителями этой группы являются инвестиционные банки и компании, но в современных условиях не существует жестких запретов на совмещение банковской и инвестиционной деятельности, и инвестиционным посредничеством могут заниматься и крупные универсальные коммерческие банки.

Организации, относящиеся ко второму виду посредников инвестиционного типа, работают с индивидуальными инвесторами на рынке коллективного инвестирования. К ним относятся инвестиционные фонды, в том числе взаимные фонды и паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Инвестиционные банки и компании мобилизуют ссудный капитал путем выпуска собственных ценных бумаг и предоставляют его компаниям и государству в виде вложений в ценные бумаги. Особенностью деятельности инвестиционных банков и компаний является также привлечение долгосрочных финансовых ресурсов для корпораций и государства путем организации выпуска и размещения их ценных бумаг на первичном рынке. Таким образом, инвестиционные банки являются посредниками между эмитентами и инвесторами.

Инвестиционные банки и компании помогают потенциальным эмитентам и инвесторам найти друг друга, так как в силу специфики своей деятельности они обладают обширной информацией о рынке ценных бумаг и его участниках, опираются на разветвленную сеть брокерско-дилерских организаций и имеют обширную клиентуру, прежде всего институциональную. Они способны выполнять аналитические исследования, необходимые на всех этапах подготовки и проведения эмиссии. Деятельность инвестиционных банков направлена также на снижение риска размещения ценных бумаг эмитента, как за счет услуг по гарантированию (андеррайтинг), так и за счет консультационных услуг. Соответственно, инвестиционные банки способны размещать ценные бумаги быстрее, эффективнее и с меньшими затратами, чем сами компании-эмитенты.

Способ передачи ценных бумаг от эмитента к посреднику в лице банка или инвестиционной компании определяется в эмиссионном соглашении и может представлять собой:

- полный выкуп, когда банк или инвестиционная компания полностью оплачивает ценные бумаги, и они переходят в собственность;
- частичный выкуп, когда выкупается лишь часть ценных бумаг и приобретается право выкупа неразмещенных ценных бумаг;
- простое посредничество, когда банк или инвестиционная компания принимает выпуск ценных бумаг с целью размещения его от имени и за счет эмитента, но без принятия на себя риска по выкупу неразмещенных ценных бумаг.

Кроме частного размещения ценных бумаг может использоваться открытая продажа по заранее объявленным курсам и конкурсная продажа.

Продвижение ценных бумаг эмитента на финансовый рынок сопровождается оказанием услуг для частных и институциональных инвесто-

ров. Инвестиционные банки, наряду с коммерческими банками, осуществляют торговлю ценными бумагами, предоставляют брокерские услуги, т.е. совершают сделки от имени и по поручению клиента наряду с многочисленными брокерскими конторами. В настоящее время наблюдается высокая конкуренция в сфере оказания брокерских услуг, что способствует росту инновационной активности и использованию современных информационных технологий.

Вместе с тем, в связи с активностью частных инвесторов значительное развитие получили и такие услуги коммерческих и инвестиционных банков, как управление активами (*asset management*). Услуги по управлению активами представляют собой доверительное управление принадлежащими клиенту ценными бумагами и денежными средствами с целью обеспечения их сохранности, доходности и ликвидности.

Поскольку банки и инвестиционные компании работают преимущественно с крупными частными и институциональными инвесторами, большая часть мелких и средних сберегателей денежных средств использует формы коллективного инвестирования, которые создают различные инвестиционные институты — *инвестиционные фонды*.

Инвестиционные фонды аккумулируют сбережения населения путем выпуска собственных ценных бумаг (акций или инвестиционных паев), формируют единый денежный фонд за счет привлеченных ресурсов, которые затем инвестируют в различные ценные бумаги или другие финансовые инструменты. В настоящее время существует большое разнообразие типов инвестиционных фондов, которые различаются по форме организации, по инструментам, в которые вкладываются денежные средства, а также по избираемой стратегии. В России наиболее распространенной формой инвестиционных фондов являются паевые инвестиционные фонды.

ПИФ представляет собой имущественный комплекс без образования юридического лица, доверительное управление имуществом которого осуществляет управляющая компания, имеющая соответствующую лицензию. Управляющая компания устанавливает правила фонда, осуществляет эмиссию, продажу и выкуп инвестиционных паев, с помощью которых привлекает сбережения населения. Она инвестирует денежные средства в ценные бумаги, банковские депозиты и другие активы и управляет имуществом фонда с целью его прироста. Управляющая компания не является собственником имущества фонда и может распоряжаться имуществом одного или нескольких фондов. В зависимости от сроков, в которые управляющая компания обязана выкупить инвестиционный пай, ПИФы бывают открытыми, интервальными и закрытыми. В зависимости от инструментов, в которые вкладываются денежные средства, взаимные фонды могут быть узкоспециализированными, например, фонды акций или облигаций, недвижимости и др. или смешанными.

Основная задача инвестиционных фондов — снижение рисков финансовых вложений и обеспечение доходов вкладчиков фонда путем

диверсификации инвестиций и управлением ими на основе профессионального менеджмента.

Услуги по коллективному инвестированию предлагают также и коммерческие банки, создавая специальные фонды, которые в нашей стране называются *общими фондами банковского управления (ОФБУ)*. В качестве учредителей ОФБУ выступает учредитель доверительного управления, внесший долю имущества в ОФБУ.

Главными функциями взаимных фондов и фондов банковского управления являются посредничество и профессиональная помощь индивидуальным инвесторам, которые принимают на себя и определенные риски.

4. Все остальные виды финансовых посредников. Это достаточно многочисленная группа организаций, которые оказывают различные услуги на финансовом рынке: различные профессиональные участники рынка ценных бумаг, в том числе брокеры и дилеры; финансовые компании, которые специализируются на кредитовании покупок товаров длительного пользования и, как правило, организуются крупными корпорациями для увеличения объемов продаж своей продукции; организации, предоставляющие услуги по финансовому консультированию, а также информационные услуги.

Финансовые посредники являются важнейшими институтами рыночной экономики и основой инфраструктуры финансового рынка. Роль финансовых посредников обусловлена их основными функциями:

- осуществляют трансформацию сбережений в инвестиции;
- обеспечивают постоянный уровень ликвидности для своих клиентов (особенно коммерческие банки);
- упрощают поиск инвестора и кредитора;
- осуществляют диверсификацию риска путем распределения вложений по различным видам финансовых инструментов;
- снижают кредитный и инвестиционный риски за счет создания системы управления рисками, включая оценку кредитоспособности заемщика и платежеспособности эмитента финансовых обязательств;
- снижают стоимость привлеченных и заимствованных средств для покупателей финансовых ресурсов за счет уменьшения рисков.

В целом финансовый рынок является важной составной частью финансовой среды бизнеса и процессы, которые происходят на финансовом рынке, оказывают непосредственное влияние на принятие финансовых управленческих решений.

Что включает в себя управление ценностью компании?

В заключение главы, переходя к последовательному изучению технологий финансового менеджмента, целесообразно свести воедино составляющие современного финансового управления компанией. Это:

- выявление основных драйверов ценности компании и создание системы показателей, отражающих их динамику;

- стратегическое планирование, установление взаимосвязи «деятельность компании — увеличение ценности»;
- определение зон особого внимания (госрегулирование, клиенты, поставщики, уровень конкуренции, инвесторы и пр.);
- мониторинг изменения ценности, ее основных драйверов;
- разработка системы мотивации сотрудников посредством установления взаимосвязи между целями компании и отдельных менеджеров;
- принятие решений по поддержанию устойчивого роста ценности инвестиционных, организационных, мотивационных.

Данные составляющие финансового менеджмента в совокупности определяют так называемую схему создания ценности (*Value Performance Framework, VPF*).

ГЛАВА 2

ФИНАНСОВЫЙ МЕХАНИЗМ КОМПАНИИ. ОРГАНИЗАЦИОННЫЙ АСПЕКТ

Задачи главы:

- рассмотреть подходы к выбору организационно-правовой формы хозяйствования;
- выявить проблемы, связанные с организацией деятельности финансовых служб компаний.

2.1. Типы компаний, их финансовые возможности и ответственность

О чем пойдет речь?

- В чем различия классических моделей организаций?
- Что такое гибридные формы хозяйствования?
- Как управлять бизнес-группами?

В чем различия классических моделей организаций?

Классическими формами организации бизнеса являются индивидуальные частные фирмы, товарищества, корпорации. Каждой из названных форм присущи определенные механизмы управления финансами. Старейшей формой организации бизнеса являются частные фирмы, основная черта которых — единоличная собственность. Основные преимущества частной фирмы: легко открывается (регистрируется) и ликвидируется, возможны упрощенные условия ведения бухучета, обладает некоторыми налоговыми льготами. Недостатки данной формы собственности и хозяйствования также очевидны: обычно частная фирма не ведет крупных операций, неограниченная личная ответственность владельца, сложность привлечения капитала из-за высокого риска.

Классическое партнерство (товарищество) — во многом подобно индивидуальным фирмам, но при партнерстве у фирмы несколько собственников. К достоинствам добавляется возможность привлечения дополнительного капитала и ведения более крупных операций, однако возникает опасность разногласий между партнерами и неустойчивость бизнеса в связи с этим.

Корпорация — наиболее распространенная финансовая модель организации бизнеса. Она лишена многих недостатков предыдущих форм. У корпорации ограниченная ответственность, неограниченный срок существования, легко передаваемая собственность (обычно — ценные бумаги). Однако создание корпорации — более сложный процесс, законодательство большинства развитых стран предъявляет больше требований к учредительным документам, предполагает более жесткий контроль над деятельностью корпораций.

Что такое гибридные формы хозяйствования?

В современной экономической системе рассмотренные выше классические организационно-правовые формы предприятий встречаются редко. Мировая практика и отечественный опыт свидетельствуют о существовании значительного количества гибридных форм, которые в большей мере адаптированы к сегодняшнему уровню развития рыночных отношений.

Распространенной формой мелкого предпринимательства в современной России является *индивидуальное предпринимательство*. В соответствии с Гражданским кодексом РФ (далее — ГК РФ), в хозяйственной деятельности индивидуальный предприниматель выступает на равных правах с юридическими лицами, однако не утрачивает прав и обязанностей, присущих физическому лицу (например, сохраняется право на защиту не только деловой репутации, но и своей чести и достоинства). Ему как физическому лицу может быть возмещен моральный ущерб, что невозможно для юридических лиц. Это дает дополнительную гарантию против недобросовестности коммерческих партнеров и конкурентов. Как и юридическое лицо, индивидуальный предприниматель может использовать труд наемных работников, делая соответствующие взносы в Пенсионный и другие фонды.

Для смягчения главного недостатка индивидуального предпринимательства — полной финансовой ответственности — в соответствии с российским законодательством с 1998 г. возможно учреждение *общества с ограниченной ответственностью (ООО)* одним лицом, которое становится его единственным участником. Аналогично возможно партнерство с ограниченной финансовой ответственностью¹.

В настоящее время в России общества с ограниченной ответственностью — самая распространенная модель организации. Этому способствует несложная процедура создания, небольшая величина уставного капитала (минимум 10 000 руб.)², возможность использования специальных упрощенных налоговых режимов при небольших объемах работ и отдельных видах деятельности (единый налог на вмененный доход, упрощенная система налогообложения), относительно низкий контроль со стороны государства.

Федеральным законом от 05.05.2014 № 99-ФЗ «О внесении изменений в главу 4 части первой Гражданского кодекса Российской Федерации и о признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» введено понятие публичного и непубличного общества. *Публичным* является акционерное общество (ПАО), акции которого публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются. Общество с ограниченной ответственностью и акционерное общество, которое не отвечает отмеченным признакам, признаются непубличными (НПАО).

ПАО обладают значительными преимуществами при привлечении финансовых ресурсов: они могут продавать акции неограниченному кругу лиц, тем самым привлекая даже очень мелких инвесторов; они более надежны для кредиторов благодаря своей открытости и масштабам бизнеса, поэтому они являются основными эмитентами облигаций.

Главным недостатком финансовой модели корпорации обычно называют так называемое двойное налогообложение: сначала уплачивается

¹ Федеральный закон от 08.05.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

² Пункт 1 ст. 14 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью».

налог на прибыль корпорации, затем каждый акционер платит налог с полученных дивидендов. Чтобы избежать двойного налогообложения, особенно для небольших компаний, в странах с развитой экономикой получила развитие такая гибридная форма, как, например *S-корпорация*¹. Она позволяет пользоваться многими преимуществами корпораций, не попадая при этом под корпоративные налоги. Прибыль в этих корпорациях распределяется пропорционально количеству акций у владельцев и объявляется в обычной декларации о доходах. Другая гибридная форма — *MLP (Master Limited Partnerships)* — партнерства с ограниченной ответственностью, ценные бумаги которых торгуются публично. Главные их преимущества — отсутствие корпоративного налога на прибыль, ликвидность на уровне открытой компании.

Специфической формой организации бизнеса являются *производственные кооперативы (ПК)* или *артели*. В соответствии с российским законодательством главными особенностями данной формы являются:

- добровольное объединение не менее пяти членов для совместной хозяйственной деятельности;
- субсидиарная финансовая ответственность (пропорциональная вкладу);
- число лиц, внесших пай, но не принимающих участия в деятельности, не превышает 25% числа членов кооператива;
- наемные рабочие составляют не более 30% работающих².

Таким образом, главное отличие кооператива от других форм заключается в том, что в подавляющем числе случаев предполагается личное трудовое участие в его деятельности. Например, в соответствии с ГК РФ прибыль кооператива (артели) и имущество, оставшееся после его ликвидации и удовлетворения требований его кредиторов, распределяются между членами кооператива в соответствии с их трудовым участием³. В настоящее время эта форма наиболее распространена при производстве сельскохозяйственной продукции.

Следующим типом организации производства, имеющим достаточно широкое распространение в современной переходной экономике России, является *унитарное предприятие* — *государственное* или *муниципальное*. Такие предприятия не наделены правом собственности на закрепленное за ними имущество. Оно находится в государственной или муниципальной собственности и принадлежит предприятию на правах хозяйственного владения или оперативного управления. Имущество такого предприятия неделимо.

Унитарное предприятие, основанное на праве хозяйственного ведения, создается по решению уполномоченного государственного органа или органа местного самоуправления. Собственник имущества такого

¹ Данная форма получила свое название из поправок Конгресса США к закону о подоходном налоге, известных как подраздел S.

² Федеральный закон от 08.05.1996 № 41-ФЗ «О производственных кооперативах».

³ Пункт 4 ст. 109 ГК РФ.

предприятия не отвечает по его обязательствам, за исключением случаев, когда доказано, что действия собственника привели к банкротству. *Унитарное предприятие, основанное на праве оперативного управления* (так называемое казенное предприятие), создается по решению Правительства РФ на базе федеральной собственности. Такое предприятие несет ответственность по своим обязательствам только находящимися в его распоряжении денежными средствами. При недостатке средств собственник имущества казенного предприятия несет субсидиарную ответственность по обязательствам предприятия.

Кроме коммерческих предприятий российское законодательство устанавливает широкий перечень некоммерческих организаций: потребительские кооперативы, общественные и религиозные организации (объединения), фонды, учреждения, объединения юридических лиц (ассоциации и союзы). Но так как их общей чертой является выполнение функций некоммерческого характера, в данном учебнике мы не будем рассматривать их деятельность.

Как управлять бизнес-группами?

Широко распространенная форма организации не только крупного, но и среднего российского бизнеса — некие интегрированные структуры или бизнес-группы. Как правило, это структуры холдингового типа, основанные на участии в капитале дочерних компаний. Управление ими имеет свою специфику и свои проблемы. Опираясь на исследования аналитиков группы McKinsey, к основным типам финансового управления бизнес-группой можно отнести: финансовый холдинг, стратегическую архитектуру, стратегический контроль, оперативные функции. Характеристика основных типов финансового управления бизнес-группами представлена в табл. 2.1.

ТАБЛИЦА 2.1

Характеристика основных типов финансового управления бизнес-группами

Тип управления	Финансовый холдинг	Стратегическая архитектура	Стратегический контроль	Оперативные функции
Основные черты	Состоит из самостоятельных бизнес-единиц, контролирует их финансовые потоки	Выработка общей концепции, в рамках которой бизнес-единицы обладают свободой	Анализ бизнес-стратегий, предоставление общих для подразделений услуг, стремление реализовать синергию	Обычно развивает только одно направление бизнеса (может быть, по разным регионам)
Цели	Финансовые, часто краткосрочные	Стратегические, обычно долгосрочные	Как краткосрочные, так и долгосрочные	Только операционные цели

Тип управления	Финансовый холдинг	Стратегическая архитектура	Стратегический контроль	Оперативные функции
Разработка стратегии	Самостоятельно; бизнес-единица	Преимущественно бизнес-единица	Преимущественно центр	Только центр
Принятие решений	Самостоятельно бизнес-единицей, холдинг в виде исключения	Утверждает ключевые бизнес-решения	Проверяет коммерческую обоснованность проектов и утверждает их	Контролирует принятие большинства решений
Отслеживание результатов	Управляет бизнесом по достигнутым результатам	Отслеживает выполнение ключевых проектов	Контролирует главные показатели	Осуществляет детальный анализ финансовых и операционных параметров
Степень взаимосвязи между бизнес-единицами	Автономия	Общие навыки	Совместно используемые бизнес-системы	Однородная бизнес-система

В одних бизнес-группах управление жестко централизовано, в других подразделения пользуются автономией, лишь делая финансовые отчисления в пользу управляющей компании. Обычно считается, что финансовые холдинги являются неустойчивыми структурами, рано или поздно бизнес-единицы находят возможность выйти из бизнес-группы. Аналогично к неустойчивым относят и бизнес-структуры, управление которыми построено на выполнении оперативных функций из центра: такие структуры мало адаптивны, решения принимаются медленно, их конкурентоспособность снижается. В свою очередь, такие типы управления, как стратегическая архитектура и стратегический контроль, способствуют увеличению инициативы и ответственности менеджеров бизнес-единиц, а руководству бизнес-группы позволяют сфокусироваться на стратегических вопросах.

2.2. Организация финансового управления в компаниях

О чем пойдет речь?

- Что делает финансовый менеджер в организациях?
- Как организовать работу финансового подразделения?

Что делает финансовый менеджер в организациях?

Традиционное понимание функций финансового директора — CFO (*Chief Financial Officer*) — сводится к руководству бухгалтерией, органи-

зации внутреннего контроля и бюджетирования, работы казначейства. Концепция *VBM*, рассмотренная в гл. 1, значительно расширяет функции финансового директора. Можно утверждать, что в настоящее время такого рода руководитель:

- играет ведущую роль в разработке и реализации корпоративной стратегии создания ценности;
- осуществляет оперативное управление пассивами;
- участвует в оперативном управлении активами.

Такое понимание функций финансового директора позволило ряду корпораций, в том числе и российских, ввести должность директора по корпоративной стратегии и финансам, усилив тем самым значение финансового управления в своем бизнесе. В частности, должность директора по стратегическому планированию и корпоративным финансам есть в крупнейшей российской рекламно-коммуникационной группе *BBDO Group*, Новосибирской компании «Мир специй», автохолдинге «Машинный Двор», «Сибирской аграрной группе», ОАО «Совкомфлот», ОАО «НОВАТЭК» и др.¹

Более детально полномочия и обязанности управляющего финансами в организации можно сгруппировать по нескольким направлениям.

А. В области корпоративной стратегии:

- определение стратегической цели компании в количественном выражении;
- разработка и оценка стратегических проектов с точки зрения финансовой целесообразности;
- принятие долгосрочных инвестиционных решений;
- ведение мониторинга благоприятных рыночных возможностей, финансовый *benchmarking*;
- оценка соответствия рыночных возможностей и ресурсов компании;
- разработка бизнес-планов, бюджетирование, другие виды планирования в организации;
- разработка финансовых нормативов для всех уровней управления и системы стимулирования;
- организация проведения финансового реинжиниринга;
- разработка дивидендной политики;
- риск-менеджмент;
- коммуникации с советом директоров, собственниками, инвесторами, кредитными агентствами;
- оценка бизнеса.

¹ URL: [http://www.novatek.ru/ru/about/management/administration/](http://www.novatek.ru/ru/about/management/administration;);

URL: [http://turhan-mahmudov.moikrug.ru/](http://turhan-mahmudov.moikrug.ru;);

URL: <http://shakitskiy.moikrug.ru/>;

URL: <http://www.spiceworld.ru/company/>;

URL: <http://fpischasov.moikrug.ru/>, <http://www.sibagrogroup.ru/company/directors/>;

URL: [http://www.scf-group.com/pages.aspx?cs=1&cs2=4&ln=EN&cid=22&did=20249/](http://www.scf-group.com/pages.aspx?cs=1&cs2=4&ln=EN&cid=22&did=20249;);

URL: <http://www.scf-group.com/pages.aspx?cs=1&cs2=4&cid=22&ln=EN>

Б. В области управления активами:

- участие в формировании оптимальной структуры активов;
- принятие краткосрочных финансовых решений по управлению оборотным капиталом;
- распределение денежных потоков во времени;
- формирование политики защиты активов (страхования).

В. В области управления пассивами:

- формирование оптимальной структуры капитала компании;
- обеспечение предприятия финансовыми ресурсами, привлечение капитала;
- обеспечение эффективности использования финансовых ресурсов.

Г. В области тактики управления финансами и реализации стратегии:

- мониторинг финансовых показателей компании, ее рыночной ценности;
- оптимизация налоговых выплат;
- выработка модели поведения на финансовом рынке.

Как организовать работу финансового подразделения?

Многие из рассмотренных функций не бесспорно относятся к функциям финансового директора. Иногда значительную их часть, особенно в небольших компаниях, выполняет главный бухгалтер (*Chief Accounting Officer, CAO*) или исполнительный директор (*Chief Executive Officer, CEO*). Однако наделение функциями финансового менеджера бухгалтера или исполнительного директора, как правило, не позволяет компании быть в полной мере успешной.

Деятельность финансиста устремлена в будущее, нацелена на прирост ценности фирмы; она содержит значительный элемент риска. А бухгалтер — главный контролер в организации, он отчитывается перед налоговыми и другими контролирующими органами. По своему менталитету бухгалтер, как правило, консервативен и не склонен к риску. По образному выражению Л. А. Бернстайна, работа бухгалтера похожа на работу патологоанатома — он лишь фиксирует болезнь, осуществляет посмертное вскрытие, а финансист, как терапевт, лечит живой организм¹.

Отсутствие финансового менеджера в качестве стратега в организации приводит, как правило, и к отсутствию самой стратегии. Деятельность в этом случае бывает направлена лишь на выживание, решение тактических задач, с которыми, по мнению руководителя фирмы, может справиться бухгалтер. Определенные элементы финансовой стратегии в этом случае намечает обычно сам генеральный директор или исполнительный директор, однако отсутствие специальных знаний очень

¹ Бернстайн, Л. Анализ финансовой отчетности / Л. Бернстайн. — М. : Финансы и статистика, 2003. — С. 7.

часто приводит к недоучету многих факторов, принятию неточных решений и в конечном счете к потере конкурентоспособности.

Требования к образованию и профессиональному опыту финансиста и бухгалтера различны, однако бухгалтер часто претендует на роль финансиста, видит в данной должности свой профессиональный рост. Но практика показывает, что финансовый директор с опытом бухгалтера, как правило, остается преимущественно контролером (*corporate policeman*) и не становится «адвокатом бизнеса», предлагающим новаторские решения, увеличивающие стоимость компании¹.

Несмотря на очевидные различия в функциях этих ключевых фигур, во многих как российских, так и зарубежных фирмах проблема их разделения стоит достаточно остро. Особенно это характерно для растущих компаний, где на начальном этапе развития не было предусмотрено отдельной должности финансиста. Введение должности финансового директора может ущемить позиции бухгалтера, снизить его роль в организации. Поэтому задача распределения обязанностей и полномочий внутри финансовой службы — важная проблема для руководства фирмы. Ее недооценка вместо ожидаемого эффекта от работы финансового директора может привести к дезорганизации работы финансовой службы и тяжелым последствиям для компании.

В западных странах эта проблема не так остра, так как главный бухгалтер всегда подчиняется финансовому директору. Типовая структура финансового департамента, управляемого *CFO*, включает следующие подразделения:

- бухгалтерию, которая занимается текущим учетом и составлением отчетности;
- отдел учета затрат;
- аналитический отдел, включающий группы анализа финансовых и бизнес-процессов на предприятии, а также макросреды;
- отдел планирования и прогнозирования;
- отдел взаимоотношений с кредитными учреждениями;
- отдел по работе с ценными бумагами;
- отдел оптимизации налогообложения².

В агрегированном виде финансовый департамент крупной американской компании можно представить следующим образом. В подчинении *CFO* находятся управляющий финансами (*Treasurer*) и главный бухгалтер. В ведении финансовой службы находятся инвестиционная политика, управление оборотным капиталом, управленческий учет, взаимоотношения с кредитными организациями. За бухгалтерией остаются финансовый учет и оптимизация налогообложения. *CFO* определяет финансовую стратегию и координирует деятельность всей финансовой службы.

¹ *Jablonsky S. F. Changing Roles of Financial management: Integrating Strategy, Control and Accountability / S. F. Jablonsky, P. J. Keating. — University of Pennsylvania, 2000.*

² *Controller Ship. The work of the managerial Accountant. J. D. Wilson, J. M. Roehl-Andersom, S. M. Bragg. — 6th ed. — John Willey & Sons. Inc., 2000. — P. 27.*

В отечественной практике достаточно часто главный бухгалтер в соответствии с организационной структурой фирмы подчиняется непосредственно генеральному директору, а финансовый директор отвечает за планирование и фактически играет роль финансового консультанта. Подобная организационная структура финансовой службы, как правило, не отвечает целям увеличения ценности компании, не позволяет отладить механизм реализации стратегических планов, что может привести в конечном счете к ухудшению финансово-экономического состояния.

ВМЕСТО РЕЗЮМЕ

Проблемы, на которые следует обратить внимание.

— Финансовые решения принимаются в условиях неопределенности и риска, поэтому финансовое управление представляет собой не только науку, но и искусство.

— Возможно возникновение конфликтов между целями разного уровня и различными участниками бизнес-процесса.

— Фирмы могут предоставлять необъективные данные о себе, тем самым дезориентируя финансовые рынки.

— Недооценка роли финансового директора может привести к дезорганизации работы фирмы и тяжелым финансовым последствиям.

— Выбор формы организации бизнеса во многом определяет финансовые возможности фирмы.

Возможности, которые следует использовать.

— Финансовое управление нацелено не только на обеспечение денежными ресурсами, выполнение распределительной и контрольной функций, но и на увеличение ценности фирмы, создание новых денежных средств и их эквивалентов для владельцев.

— Выработка цели компании — это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий на ключевых факторах деятельности компании. Обычно цель финансового менеджмента рассматривается как повышение благосостояния владельцев предприятия или прирост капитала, вложенного владельцами.

— Даже небольшая организация должна иметь в штате сотрудника, занимающегося разработкой финансовой стратегии.

— продуманный выбор организационно-правовой формы хозяйствования позволяет оптимизировать коммерческие и финансовые возможности компании при существующих ограничениях на все виды ресурсов.

— Овладение современными инструментами финансового рынка расширяет возможности организации по привлечению капитала, позволяет снизить риски.

КАКОЙ ЛИТЕРАТУРОЙ СЛЕДУЕТ ПОЛЬЗОВАТЬСЯ

Брейли, М. Принципы корпоративных финансов / М. Брейли, С. Майерс ; пер. с англ. — 7-е изд. — М. : Олимп-Бизнес, 2008.

Бригхэм, Ю. Финансовый менеджмент / Ю. Бригхэм, М. Эрхардт ; пер. с англ. — 10-е изд. — СПб. : Питер, 2009.

Маклейни, Э. Финансы бизнеса. Теория и практика / Э. Маклейни ; пер. с англ. под ред. А. З. Бобылевой. — М. : Весь мир, 2008.

Никитушкина И. В., Корпоративные финансы / И. В. Никитушкина, С. Г. Макарова, С. С. Студников. — 2-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2018.

Теплова, Т. В. Корпоративные финансы / Т. В. Теплова. — М. : Издательство Юрайт, 2018.

ИНТЕРНЕТ-ИСТОЧНИКИ

www.banki.ru

www.rbc.ru

www.vedomosti.ru

www.kommersant.ru

www.standardandpoors.com

www.worldbank.org

ПРАКТИЧЕСКИЕ ЗАДАНИЯ

МИНИ-ТЕМЫ К ОБСУЖДЕНИЮ

Основы принятия финансовых решений

1. Что изучает финансовый менеджмент и какие практические навыки он дает?
2. В чем вы видите взаимосвязь стратегического и финансового менеджмента?
3. Какие последовательные этапы в финансовом управлении вы можете выделить?
4. Почему финансовый менеджмент часто называют не только наукой, но и искусством?
5. Каковы функции финансов в организации?
6. Какие цели и задачи стоят перед финансовым управлением?
7. Приведите пример формулировки финансовых целей и прокомментируйте, в каких случаях они возможны.
8. Что, по вашему мнению, входит в понятие «ценность» («стоимость») компании?
9. В чем суть стоимостного подхода к управлению (*Value Based Management*)?
10. Какие меры по решению агентского конфликта «собственники — менеджеры» вы можете предложить?
11. Каковы основополагающие принципы финансового менеджмента?
12. Что мешает созданию полноценной информационной базы о финансово-экономическом состоянии российских компаний?
13. Что входит в понятие «финансовый институт»?

Типы компаний, их финансовые возможности и ответственность

1. Каковы финансовые различия классических форм организации бизнеса?
2. Каковы отличия финансового управления в ООО и ПАО?
3. Какие финансовые преимущества имеют корпорации?
4. Перечислите причины, по которым фирма предпочитает остаться в малом бизнесе

5. В чем различия унитарных предприятий на правах хозяйственного ведения и на правах оперативного управления?

6. Какой зарубежный опыт организации бизнеса может быть полезен в России для финансовой поддержки небольших корпораций?

7. Какие схемы финансового управления бизнес-группами (холдингами) наиболее приемлемы по вашему мнению?

8. Какие типовые схемы организации работы финансового департамента встречаются в российской практике? В чем их различия, преимущества, недостатки?

9. Целесообразно ли совмещение функций финансового директора и бухгалтера одним лицом? Ответ обоснуйте.

Организация финансового управления в компаниях

1. Каковы задачи финансового менеджера в области формирования корпоративной стратегии?

2. Приведите примеры финансового реинжиниринга.

3. Что такое финансовый бенчмаркинг?

4. Каковы задачи финансового менеджера в области управления активами?

5. Каковы задачи финансового менеджера в области управления пассивами?

6. Сгруппируйте задачи, стоящие перед финансовым менеджером по направлениям:

а) принятие инвестиционных решений;

б) принятие финансовых решений;

в) принятие текущих решений.

7. Что нового вы узнали при рассмотрении проблем, связанных с основами принятия финансовых решений и финансовым механизмом функционирования организаций?

Тесты

Основы принятия финансовых решений

1. Снижение неопределенности посредством сбора и обработки информации обычно позволяет:

а) создать четкую картину будущего;

б) выявить несколько дискретных возможностей;

в) определить широкий спектр возможных исходов.

2. Измерителями богатства акционеров являются:

а) рентабельность собственного капитала;

б) стоимость собственного капитала;

в) стоимость бизнеса;

г) прибыль.

3. Агентский конфликт между собственниками и менеджерами можно смягчить, привязав вознаграждение топ-менеджеров компании:

- а) к изменению прибыли;
- б) к рыночной стоимости акций;
- в) к рентабельности собственного капитала;
- г) к соотношению рыночной цены и прибыли.

4. Принцип инвестирования заключается в том, что вложения производятся, если доход не меньше:

- а) среднерыночного;
- б) среднеотраслевого;
- в) чем по другим проектам фирмы.

5. Принцип финансирования заключается в том, что выбранные источники финансирования должны обеспечивать:

- а) достаточно средств для выполнения всех выгодных для фирмы проектов;
- б) минимальные затраты на обслуживание капитала;
- в) максимальную ценность фирмы.

6. Принцип изменения стоимости денег во времени (неравноценности разновременных затрат и результатов) говорит о том, что:

- а) чем раньше произвести затраты на проект, тем лучше;
- б) по возможности следует откладывать затраты на более поздние сроки;
- в) чем раньше начнет поступать положительный денежный поток от проекта, тем лучше;
- г) время поступления положительного денежного потока не важно, если независимо от времени будет получена одна и та же сумма.

7. Принцип распределения дивидендов:

- а) компании распределяют на дивиденды все имеющиеся на конец года денежные средства;
- б) для поддержания высокой рыночной оценки компаниям целесообразно выплачивать высокие дивиденды;
- в) компании выплачивают дивиденды для самостоятельного поиска путей прибыльных вложений, если фирма не находит проекты, отдача от которых не ниже среднерыночной.

8. Финансовый рынок обычно представляется как совокупность:

- а) денежного рынка и рынка капиталов;
- б) рынков ссудного капитала и ценных бумаг;
- в) биржевого и внебиржевого рынков.

9. Основные характеристики внебиржевого рынка:

- а) не имеет единой площадки;
- б) преобладает договорная форма заключения контрактов;
- в) является неорганизованным.