

С.А. Жернаков, канд. экон. наук,<sup>1</sup>  
г. Екатеринбург

## **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ: ИДЕНТИФИКАЦИЯ ЦЕЛИ, СФЕРЫ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ И СУЩНОСТИ**

Статья посвящена раскрытию сути термина «финансовый менеджмент». В современных работах отечественных ученых подходы к толкованию этого термина разнообразны, при этом нередко оставляют массу вопросов. Компании ставят перед собой финансовые цели. Отечественные ученые приводят целый ряд целей, однако не расставляют приоритетов. Задача автора: выделить приоритетную финансовую цель современной компании и с помощью нее сформулировать наиболее емкое и содержательное определение термина «финансовый менеджмент».

**Ключевые слова:** финансовый менеджмент, экономическая прибыль (EP), экономическая добавленная стоимость (EVA), рыночная добавленная стоимость (MVA).

В качестве научного направления за рубежом финансовый менеджмент сформировался к 1950-м гг. Мир осознал, что необходимо грамотно управлять как экономикой государства, так и отдельной коммерческой компании. Во многом это было следствием кризиса 1920–1930-х гг., послевоенного восстановления и развития экономики. Выделению финансового менеджмента в самостоятельное научное направление способствовали накопление значительного теоретического массива и нарастающая потребность практической деятельности в квалифицированных специалистах. Финансовый менеджмент динамично развивался последние десятилетия. Большой вклад в его развитие внесли труды таких зарубежных ученых, как Р. Пайк и Б. Нил, Ю.Ф. Бригхэм и М.С. Эрхардт, Дж. Ван Хорн и Дж. Вахович и др.

В современной России финансовый менеджмент как научная дисциплина начал формироваться с середины 1990-х гг., когда страна, распрощавшись с планово-распре-

делительной экономикой, начала осваивать принципы экономики рыночной. На сегодняшний день по теме «финансовый менеджмент» представлен целый ряд трудов отечественных ученых, среди последних мы отметим таких авторов, как Н.А. Адамов; И.А. Бланк; А.З. Бобылева; В.В. Ковалев; Д.В. Лысенко; М.В. Романовский и А.И. Вострокнутова и др.

В этих работах мы встретим разнообразные и оригинальные подходы к толкованию и пониманию термина «финансовый менеджмент». Изучив ряд работ, мы делаем вывод, что предлагаемые определения финансового менеджмента подчас абстрактны, спорны, оставляют много вопросов. И, как следствие, не обладают прежде всего практической ценностью. В качестве примера спорного и оставляющего много вопросов определения приведем следующее.

«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» [1].

Следует согласиться с тем, что управление финансами является составной ча-

<sup>1</sup> Жернаков Сергей Александрович – кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового и налогового менеджмента Уральского федерального университета имени первого Президента России Б. Н. Ельцина; e-mail: zhernakov@forum-gd.ru.

стью комплексной системы управления, и с тем, что все бизнес-процессы на предприятии связаны с финансами. Но никто ведь не говорит и не считает, что производственный менеджмент – это управление организацией при помощи производства. А если в компании управление финансами хромает? То, следуя первому тезису, можно ли утверждать, что отсутствие финансового менеджмента – это управление организацией без помощи финансов? Финансовый менеджмент надо рассматривать как составную часть корпоративного менеджмента, управления компанией в целом, это один из инструментов управления компаний. Его нельзя приравнять к управлению организацией пусть даже и при помощи финансов.

Полагаем, что определение финансового менеджмента должно являться ориентиром, маяком для финансиста-практика.

Поддержим авторов также в том, что у компании должна быть цель, к достижению которой компания должна стремиться. И финансовый менеджмент должен способствовать достижению этой цели. Однако взгляды на приоритетность целей в современных работах серьезно разнятся. Более того, многие описывают целые наборы целей без расстановки приоритетов.

Н.А. Адамов вполне справедливо отмечает, что: «Главной целью деятельности коммерческой организации, а следовательно, и финансового менеджмента является повышение благосостояния собственников (владельцев) организации в текущей и долгосрочной перспективе» [2, с. 12]. При этом автор не раскрывает, а в чем собственно выражается благосостояние собственников. И это вовсе не набор промежуточных целей, обозначенных им: избежание банкротства и финансовых потерь; лидерство в конкурентной борьбе; максимизация рыночной стоимости организации; устойчивые темпы роста экономического потенциала организации; увеличение объемов производства и реализации; максимизация прибыли; мини-

мизация расходов; обеспечение рентабельной деятельности.

На наш взгляд, можно выделить одну приоритетную финансовую цель современной компании, в достижении которой воплощается достижение большинства иных финансовых показателей.

Наша задача в настоящей работе – обозначить приоритетную финансовую цель современной компании и далее сформулировать наиболее емкое и содержательное определение категории «финансовый менеджмент». Понимание термина, смеем надеяться, поспособствует эффективному выстраиванию своей работы финансовыми менеджерами, а их практическая деятельность будет отвечать современным требованиям финансовой науки и бизнес-сообщества.

**Стратегические и финансовые цели компании.** Многие авторы справедливо отмечают, что у компании обязательно должна быть финансовая цель. Для понимания сути финансового менеджмента надо четко осознавать, ради достижения каких целей работает компания в целом, и функционирует система управления финансами в частности. Постановка приоритетных целей компании находится в сфере стратегического менеджмента.

Классики справедливо отмечают: «...современный менеджмент невозможен без стратегического мышления. Менеджер должен знать стратегическое положение компании, понимать влияние меняющихся условий, отслеживать внешнюю и внутреннюю среду компании и правильно выбирать момент для изменения стратегии» [3].

Процесс разработки и реализации стратегии включает решение пяти взаимосвязанных управленческих задач. Все вместе эти пять задач составляют то, что принято называть стратегическим менеджментом:

1. Формирование стратегического видения будущего компании или, другими словами, определение долгосрочной перспективы развития и формулировка будущего образа компании.

2. Постановка приоритетных целей, т. е. перевод стратегического видения в практическую плоскость.

3. Разработка стратегии, включая определение бизнес-модели.

4. Реализация стратегии.

5. Оценка результатов и, учитывая приобретенный опыт, изменившиеся условия, появление новых идей и возможностей, корректировка стратегического видения, приоритетных целей и стратегии.

Применительно к финансовому менеджменту нас в большей степени интересует задача № 2 – постановка целей.

На этапе постановки целей стратегическое видение бизнеса трансформируется в конкретные результаты, к достижению которых стремится компания. Приоритетные цели компании следует декомпозировать в конкретные, измеряемые цели каждого подразделения, что станет основой для системы мотивации. Применительно к компании в целом, как правило, используются два типа оценки деятельности:

- достижение стратегических результатов;
- достижение финансовых результатов.

Причем решающая роль отводится вторым – финансовым. Достижение стратегических целей, приближение к идеальному образу компании без достаточного уровня прибыльности ставит под угрозу благополучие и само существование компании.

Однако при всей важности финансовых результатов их одних недостаточно. Менеджеры должны пристально следить за стратегическим положением компании: ее конкурентоспособностью и позицией на рынке в долгосрочной перспективе. Если компания не повышает свою конкурентоспособность и не укрепляет положение на рынке, ее финансовые достижения представляются сомнительными.

Для достижения желательного стратегического и финансового положения требуется формулировка целей в обоих направлениях.

Стратегические цели компании связаны с повышением конкурентоспособности и улучшением положения на рынке. К ним отнесем следующие: увеличение доли рынка; опережение конкурентов по качеству товаров и уровню сервиса; лидерство в инновационных разработках и технологической сфере; улучшение репутации компании. Как правило, достижение стратегических целей должно сопровождаться достижением привлекательных финансовых результатов.

Ставя перед собой стратегические цели, компания осознает важность удовлетворения потребностей ее существующих и потенциальных покупателей. Классический вопрос менеджменту компании: каковы приоритетные финансовые цели компании? В современном мире ответ успешного руководителя прозвучит так: компания стремится к получению максимальной прибыли для своих владельцев в виде дивидендов и увеличения стоимости бизнеса, что достигается за счет работы в определенных секторах, где компания уже долгое время имеет и наращивает конкурентные преимущества и где ожидается рост прибыли. Давая такой ответ, руководитель компании осознает и то, что самые главные «покупатели» – это акционеры компании, владельцы бизнеса. Все стратегии, цели и решения компании направлены на получение прибыли для них – на максимизацию их благосостояния, которое выражается в виде получения дивидендов и роста стоимости компании (ее капитализации).

Финансовые цели – это намеченные финансовые результаты и итоги деятельности, среди них мы выделим:

- достаточный уровень рентабельности и период окупаемости инвестиций;
- рост доходов и снижение издержек, что воплощается в увеличении прибыли;
- увеличение свободного денежного потока;

- получение экономической прибыли (*Economic profit – EP*) или экономической добавленной стоимости (*Economic Value Added – EVA*);
- рост курса акций или рыночная добавленная стоимость (*Market Value Added – MVA*).

Достижение каждой из этих целей находится в итоге воплощение в достижении главной цели – в увеличении благосостояния владельцев бизнеса.

Заданный уровень рентабельности и период окупаемости инвестиций обеспечивают получение прибыли. Учетная прибыль трансформируется в денежный поток, что позволяет либо выплатить дивиденды, либо реинвестировать средства в бизнес.

Наличие экономической прибыли (или экономической добавленной стоимости) означает, что учетная прибыль позволяет покрыть затраты на капитал или, другими словами, обеспечивает возможность выплаты дивидендов по требуемой норме доходности. Нераспределенная прибыль, вновь вложенная в рентабельные проекты, обеспечивает капитализацию компании или, если совсем попросту, – прирост итога баланса.

Положительная динамика в балансовой капитализации компании и привлекательные перспективы обеспечивают положительное восприятие компании среди массы участников фондового рынка, что выражается в росте курса акций. Превышение курса акции над ее номиналом выражается в наличии рыночной добавленной стоимости, или, другими словами, в увеличении рыночной капитализации компании.

Нам представляется важным выделить наиболее приоритетные финансовые показатели, в которых воплощаются все иные достигнутые финансовые показатели, и достижение которых наиболее надежно и ярко демонстрируют рост благосостояния владельцев компании, это:

- экономическая прибыль (*EP*) или экономическая добавленная стоимость (*EVA*);

- рыночная добавленная стоимость (*MVA*).

**Концепция экономической прибыли.**

Она уходит корнями в далекий 1890 г., когда знаменитый ныне экономист Альфред Маршалл писал: «То, что остается от его [собственника или управляющего] прибылей после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью» [4].

В современной интерпретации экономическую прибыль можно выразить формулой:

$$EP = NP - EC \cdot r, \tag{1}$$

где *EP* (economic profit) – экономическая прибыль;

*NP* (net profit) – чистая прибыль;

*EP* (equity capital) – акционерный капитал;

*r* – норма доходности, ожидаемая владельцами компании.

Таблица 1

Пример расчета EP

Показатель	В тыс. руб.
Чистая прибыль	64 000,00
Акционерный капитал	100 000,00
Норма доходности на акционерный капитал	15%
Экономическая прибыль	49 000,00

Экономическая добавленная стоимость – *EVA* – это защищенное торговой маркой название конкретного подхода к вычислению экономической прибыли, разработанного консалтинговой фирмой «Stem Stewart & Co». Несмотря на то, что концепция экономической прибыли обсуждается в экономической литературе уже свыше ста лет, понятие *EVA* было введено лишь в конце 1980-х гг. В настоящее время показатель *EVA* используется для измерения прибыли такими компаниями, как Coca-Cola, AT&T и др.

Экономическая добавленная стоимость определяется как прибыль от основной дея-

тельности за вычетом затрат на обслуживание долга (процентов по кредитам и т. п.), налога на прибыль и выплат на собственный капитал (дивидендов акционерам, владельцам компании).

Как видим, порядок расчета экономической добавленной стоимости в общем аналогичен порядку расчета экономической прибыли. Обобщающим для обоих подходов является тот факт, что результирующий показатель учитывает стоимость капитала владельцев бизнеса (табл. 1).

Значение *EP* 49 000 тыс. руб. означает, что менеджеры компании добились прибыли, существенно превышающей контрольный показатель в 15 % стоимости собственного капитала, необходимый для покрытия (окупаемости) обеспеченных акциями инвестиций на общую сумму в 100 000 тыс. руб.

Сумма 49 000 тыс. руб. отражает состояние, созданное для акционеров сверх того, что они могли ожидать от инвестиций с подобным уровнем риска в другой компании. Акционеры могут рассчитывать на получение дивидендов в сумме 15 000 тыс. руб., а экономическая прибыль 49 000 тыс. руб. реинвестируется в бизнес под ожидаемую доходность, что обеспечивает капитализацию компании – и в целом увеличивает благосостояние владельцев.

Преимущество *EP* над иными показателями эффективности бизнеса заключается в учете того обстоятельства, что компания в действительности не создает стоимости для владельцев до тех пор, пока не покроет затраты на их капитал, т. е. пока не обеспечит владельцам ожидаемый уровень доходности. Учетная чистая прибыль в явном виде учитывает затраты по долговому финансированию, однако не учитывает затраты, связанные с финансированием на основе капитала собственников компании. Экономическая прибыль (а следовательно, и экономическая добавленная стоимость) отличается от учетной чистой прибыли тем, что включает плату за использование всего

капитала компании – как долгового, так и собственного.

Компания, демонстрирующая положительную учетную чистую прибыль, на самом деле может разрушать стоимость, поскольку ее владельцы могут не получать свою требуемую доходность. Таким образом, положительное значение *EP* указывает на то, что стоимость для собственников компании создается. Отрицательное ее значение свидетельствует о разрушении этой стоимости.

Резюмируя изложенное, считаем, что приоритетная финансовая цель компании – это создание экономической прибыли. И этот показатель следует закладывать в оценку инвестиционных решений (бизнес-проект должен обеспечивать норму доходности выше, нежели стоимость собственного (акционерного) капитала), и оценку эффективности работы подразделений компании – в систему мотивации менеджеров.

**Концепция рыночной добавленной стоимости.** Если акции компании котируются на бирже, то эффективность инвестиций в компанию можно оценить по показателю «рыночная добавленная стоимость» (*Market Value Added – MVA*).

*MVA* – это величина, на которую увеличилась общая стоимость компании сверх фактической суммы, инвестированной в компанию акционерами. *MVA* рассчитывается как разница между текущей рыночной стоимостью компании (курс акций, умноженный на количество выпущенных акций) и акционерным капиталом. Эта величина отражает восприятие массой участников фондового рынка текущего и перспективного финансового состояния компании, что выражается в курсе акции; представляет собой сумму, которую менеджмент добавил к стоимости акционерного капитала, учтенной в балансе, в результате успешного ведения бизнеса.

За рубежом *EP* и *MVA* широко распространены как показатели финансового положения компании, эффективности бизнеса.

Они находят поддержку в работах современных ученых, при этом *MVA* иногда отдают предпочтение. К примеру, Д.В. Лысенко отмечает: «С точки зрения практики применения цель финансового менеджмента – максимизация благосостояния собственников с помощью рациональной финансовой политики на основе: долгосрочной максимизации прибыли; максимизации рыночной стоимости предприятия» [5].

И.А. Бланк указывает: «Главной целью финансового менеджмента является максимизация благосостояния собственников предприятия в текущем и перспективном периоде, обеспечиваемая путем максимизации его рыночной стоимости» [6].

В отношении долгосрочной максимизации прибыли еще раз акцентируем внимание на следующем аспекте. Если учетная прибыль не покрывает затраты на собственный капитал, т. е. не обеспечивает ожидаемую собственниками компании доходность, то она не только не создает дополнительной стоимости компании, а, наоборот, разрушает ее, и тем самым уменьшает благосостояние владельцев компании. В этом случае владельцам, как вариант, следует искать иные направления вложения капитала.

В отношении же приоритета рыночной стоимости над иными целями отметим следующее.

Во-первых, далеко не для всех компаний показатель *MVA* является подходящим. Попросту потому, что они не выводят свои акции на рынок и не планируют делать этого. При этом значимую финансовую цель им надо перед собой ставить.

Во-вторых, в современном мире, на наш взгляд, к применению показателя *MVA* в качестве приоритетной финансовой цели следует подходить с определенной осмотрительностью. Его можно, что называется, «раскачать» через вбрасывание в СМИ позитивной и негативной информации посредством грамотно организованного пиара, поскольку курс акции – это восприятие информации о компании массой участников

фондового рынка. При этом, как показывает практика, далеко не все они применяют известные методы оценки стоимости акций. Что ярко демонстрирует феномен Twitter – в ноябре 2013 г. убыточный сервис стал компанией с капитализацией \$18 млрд. Инвесторов не смущал тот факт, что Twitter на момент размещения не являлся прибыльной компанией. Чистый убыток компании за 2012 г. составил 79,4 млн долл. и увеличился до 133,9 млн долл. только за девять месяцев 2013 г. В документации для инвесторов в преддверии IPO компания специально предупредила, что со времени основания в 2007 г. «накопила значительные операционные убытки, аккумулировав к 30 сентября 2013 г. дефицит в размере 483,2 млн долл.». «В будущем мы, возможно, продолжим нести существенные убытки и необязательно достигнем прибыльности», – говорилось в материалах Twitter [7].

И.А. Бланк пишет, что показатель рыночной стоимости «базируется не только на информации о многочисленных видах доходов и расходов предприятия, формирующих сумму его прибыли или издержек, но и на информации, характеризующей все виды его денежных потоков, состав основных видов его рисков, возможные резервы более эффективного использования его ресурсного потенциала, эффективность общего и функционального управления» [6].

IPO Twitter стало ярким примером обратного: масса участников фондового рынка принимала решения, невзирая на текущие убытки и туманные перспективы компании. Пожалуй, что первичные покупатели акций рассчитывали на приток все новых и новых инвесторов, пренебрегающих оценкой текущего и перспективного финансового положения компании.

Учитывая изложенное, наш ориентир в качестве приоритетной финансовой цели компании – это показатель экономической прибыли. Именно он демонстрирует, в первую очередь, эффективность именно бизнеса как такового, в то время как показатель

MVA в большей степени является результатом пиара в СМИ, а в некоторых случаях – поддержания котировок посредством операций buy-back.

**Сферы принятия решений в финансовом менеджменте.** Управление компанией в целом, и финансами в частности, всегда связано с принятием и выполнением ряда управленческих решений. Если решение не подготовлено и его принятие откладывается, или реализация принятого решения отклоняется от принятого плана, то компания, что называется, «буксует». И вряд ли в этом случае от компании можно ожидать достижения намеченных стратегических и финансовых целей.

Финансовый менеджмент фокусируется на принятии решений, обеспечивающих достижение финансовых целей компании. В этом свете содержательной интерпретацией сути финансового менеджмента представляется следующее: «Управление финансами или финансовый менеджмент (financial management) касается решений по приобретению, финансированию и управлению активами, направленных на реализацию определенной цели. Таким образом, управленческие решения в области финансового менеджмента можно отнести к сле-

дующим трем основным сферам операций с активами: инвестиции, финансирование и управление ими» [8].

Безусловно, управление финансами имеет определенную цель, на чем мы уже акцентировали внимание. Однако сферы финансовых решений более корректно обозначить так:

1. Решения по управлению активами:
  - a) инвестиционного характера;
  - b) текущего характера.
2. Решения по управлению источниками финансирования активов:
  - a) собственный капитал;
  - b) заемный капитал.

**Заключение.** Резюмируя изложенное выше, нам представляется наиболее содержательным следующее определение управления корпоративными финансами. *Финансовый менеджмент* (financial management) – это принятие и реализация взвешенных финансовых решений в отношении управления активами и управления источниками финансирования активов с целью максимизации благосостояния владельцев компании, что выражается, в частности, в показателе экономической прибыли (economic profit) компании.

#### Список использованных источников

1. Финансовый менеджмент. Проблемы и решения : учебник для магистров / под ред. А. З. Бобылевой. М.: Издательство Юрайт, 2014.
2. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. 3-е изд., перераб. и доп. / под общ. ред. Н.А. Адамова. М.: ЗАО ИД «Экономическая газета», 2012.
3. Томпсон-мл. Артур А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент: концепции и ситуации для анализа. 12-е изд. / пер. с англ. М.: Издательский дом «Вильямс», 2012.
4. Marshall A. Principles of Economics. Vol. 1. New York: MacMillan & Co., 1890.
5. Лысенко Д.В. Финансовый менеджмент : учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2012.
6. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента : в 2-х т. Т.1. 4-е изд. М.: Издательство «Омега-Л».
7. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/07/11/2013/887312.shtml>.
8. Ван Хорн Дж.К., Вахович мл. Д.М. Основы финансового менеджмента / пер. с англ. М.: ООО «ИД Вильямс», 2011.
9. Налоговый менеджмент. Продвинутый курс: учебник для магистров / под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014.
10. Ковалев В.В. Курс финансового менеджмента : учебник. 3-е изд. М.: Проспект, 2013. 504 с.
11. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. 4-е изд. / пер. с англ. СПб.: Питер, 2006. 784 с.
12. Бригхэм Ю., Эрхардт М. Финансовый менеджмент. 10-е изд. / пер. с англ. под ред. Е.А. Дорофеева. СПб.: Питер, 2010. 960 с.