

УДК 336.027

¹ *Е.Г. Шеина*, ² *Ж.Г. Кочиева*, ³ *Н.С. Громова*

¹ ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет»,
г. Екатеринбург, email: shekat@mail.ru

² Юго-Осетинский государственный университет им. А.А. Тибилова, Республика
Южная Осетия, г. Цхинвал, email: janna.kochieva@yandex.ru

³ ФГБОУ ВО «Уральский государственный экономический университет»,
г. Екатеринбург, email: n.s.gromova@usue.ru

ЭВОЛЮЦИЯ КОНЦЕПЦИЙ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА: НАУЧНО-ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Ключевые слова: концепции финансового менеджмента, финансовые риски, фактор неопределенности, временная стоимость денег, доходность, структура капитала.

В статье систематизируются концепции финансового менеджмента, что позволяет сформировать теоретическую платформу исследования инвестиций и активизации инвестиционного процесса. Рассмотрение эволюции концепций финансового менеджмента дает возможность авторам выделить и обосновать основные факторы принятия инвестиционных решений – время, риск (неопределенность) и выбор блага в качестве объекта инвестиций, учет которых позволяет успешно прогнозировать эффективность инвестиционных решений.

¹ *E.G. Sheina*, ² *J.G. Kochieva*, ³ *N.S. Gromova*

¹ Ural State University of Economics, Yekaterinburg, email: shekat@mail.ru

² A.A. Tibilov South Ossetian State University, Republic of South Ossetia, Tskhinval,
email: janna.kochieva@yandex.ru

³ Ural State University of Economics, Yekaterinburg, email: n.s.gromova@usue.ru

EVOLUTION OF FINANCIAL MANAGEMENT CONCEPTS: SCIENTIFIC AND THEORETICAL ASPECT

Keywords: concepts of financial management, financial risks, uncertainty factor, time value of money, profitability, capital structure.

The article systematizes the concepts of financial management, which makes it possible to form a theoretical platform for investment research and activation of the investment process. Consideration of the evolution of financial management concepts enables the authors to identify and justify the main factors of investment decision-making – time, risk (uncertainty) and the choice of goods as an object of investment, accounting for which allows us to successfully predict the effectiveness of investment decisions.

Исследуя эволюцию концепций финансового менеджмента, необходимо выделить те факторы, которые являются основополагающими при принятии инвестиционных решений – это фактор времени, фактор риска и фактор выбора инвестором блага и/или ценности, которые являются непосредственно объектами инвестиций.

Неоднократно в научных трудах отмечалось следующее: парадокс фактора времени при принятии решения об инвестировании заключается в том, что, принимая решения сейчас, в настоящем, мы делаем попытку проецировать ситуацию в будущем. В основе

поведения инвестора лежит «образ действий, направленный на изменение будущей ситуации и основанный на умозаключениях, вытекающих из ситуации сегодняшнего дня» [6]. Таким образом, фактор времени является ключевым при формировании подхода к структурированию инвестиций.

Из фактора времени логически порождается ситуация ожидания или неопределенности, которая может быть измеримой и неизмеримой. Неизмеримая, или неподдающаяся оценке неопределенность является риском, «порождающим прибыль» [6]. Ученый Ф. Найт, уделявший в своих трудах большое вни-

мание обоснованию риска, неопределенности и предпринимательской прибыли считал, что «единственный вариант «риска», ведущий к прибыли, – это уникальная неопределенность, возникающая из несения полной ответственности, которая ... не может быть ни страхуема, ни капитализируема, ни оплачена жалованием. Прибыль ... вырастает из органической, полной непредсказуемости хода событий, ... что даже вероятностные расчеты по их поводу невозможны и не имеют смысла» [6].

Под измеримой неопределенностью в экономической науке понимается риск убытков, «обычно так называют неопределенность, связанную с непредвиденными обстоятельствами неблагоприятного толка» [6], в этом случае «распределение исходов в группе случаев известно либо благодаря априорным расчетам, либо из статистических данных прошлого опыта» [6].

Цель исследования заключается в выявлении взаимосвязи между факторами времени, риска и неопределенности и обосновании их в качестве теоретического фундамента концепций финансового менеджмента как научной платформы управления финансовыми ресурсами для принятия решения об их наилучшем инвестировании.

Материалы и методы исследования

Материалами исследования являются научные труды зарубежных и российских ученых-экономистов в области изучения финансового менеджмента и риска.

В качестве инструментов обоснования представляемых в исследовании результатов и выводов авторами применяются такие методы, как анализ, обобщение, синтез, индукция и абстрагирование.

Результаты исследования и их обсуждение

Относительно трактовки понятия «финансовый менеджмент» среди ученых существуют различные точки зрения, отражающие эволюцию научных подходов. В данном вопросе уместно разделить позиции зарубежных и российских авторов. Среди зарубежных ученых финансовый менеджмент, в основном, рассматривают как науку об управлении

финансами предприятия, целью которой является получение положительного финансового результата от деятельности в настоящем и будущем периодах.

Так, Ю. Бригхем и Л. Гапенски под финансовым менеджментом понимают «науку, посвященную методологии и технике управления финансами крупной компании» [4]. Дж. Сим и Дж. Сигел трактуют финансовый менеджмент как «процесс планирования решений, направленных на максимизацию благосостояния владельцев» [7]. Дж. Ван Хорн и Дж. Вахович понимают под финансовым менеджментом «изучение действий, связанных с приобретением, слиянием, финансированием, управлением активами» [5].

Исходя из рассмотренных точек зрения зарубежных ученых, основные функции финансового менеджера сводятся к принятию инвестиционных решений в финансовой сфере.

В российской научной литературе сложилось две точки зрения относительно трактовки понятия «финансовый менеджмент».

Одной точки зрения придерживается ряд авторов, понимающих под финансовым менеджментом исследование и эволюцию категории «финансы предприятий». Среди представленных ученых следует выделить Б.М. Сабанти, М.В. Романовского, Н.В. Колчину, Л.П. Павлову, Г.Б. Поляка, Р.С. Сайфуллина, А.Д. Шеремета.

Так, коллектив ученых под руководством профессора М.В. Романовского определяют финансовый менеджмент как «область управленческой деятельности, связанную с организацией денежных потоков предприятия, формированием и использованием капитала, денежных фондов и фондов, необходимых для достижения стратегических и тактических целей развития предприятия» [8].

Ученые А.Д. Шеремет и Р.С. Сайфулин определяют финансовый менеджмент, как «систему рационального управления процессами финансирования хозяйственной деятельности коммерческой организации» [9].

Необходимо отметить, что в данной трактовке понятие «финансовый менеджмент» приближено к позиции зарубежных ученых.

Вторая точка зрения российских ученых основана на рассмотрении финансового менеджмента вне теории финансов предприятий. Указанные взгляды отражены в трудах таких ученых, как И.Т. Балабанов, И.А. Бланк, В.В. Ковалев, Е.С. Стоянова и др.

По мнению И.Т. Балабанова финансовый менеджмент является «процессом выработки цели управления финансами и осуществления воздействия на них с помощью методов и рычагов финансового механизма» [2].

Ученый И.А. Бланк обосновывает, что финансовый менеджмент «представляет собой систему принципов и методов разработки и реализации управленческих решений, связанных с формированием, распределением и с использованием финансовых ресурсов предприятия и организацией оборота его денежных средств» [3].

Финансовый менеджмент как теоретическая наука начал развиваться в 20-х гг. XX века. Традиционно родоначальником финансового менеджмента считают Дж. Уильямса, предложившего в 1937 году в своей работе «Теория инвестиционной стоимости» модель оценки стоимости финансовых активов (акций и облигаций), состоящую из трех параметров: ожидаемых денежных поступлений, продолжительности периода прогнозирования и доходности [12]. В дальнейшем указанная модель была доработана с позиции расчета оценки доходности финансовых активов с учетом систематического риска учеными У. Шарпом, Дж. Линтнером и Дж. Моссином, обращающая внимание на сочетание уровня риска и доходности портфеля финансовых активов (Capital Asset Pricing Model – САМР – модель), которая и в настоящий момент остается одной из значимых достижений финансовой науки.

Концепции финансового менеджмента позволяют структурировать основные подходы к выбору источников финансирования и принятию решений о финансировании инвестиций. Количество концепций финансового менеджмента значительно, однако авторы считают необходимым выделить и систематизировать следующие десять концепций, отражающие эволюцию подходов к финансовому менеджменту с позиции исследования инвестиций и активизации инвестиционного процесса (таблица 1).

1. Концепция денежного потока, рассматривающая в виде основного элемента инвестиций денежный поток (cash flow), то есть совокупность равномерно распределенных во времени поступлений (притоков) и выплат (оттоков), образующих в итоге результирующий денежный поток, имеющий положительное или отрицательное значение. Концепция денежного потока является одной из базовой концепция финансового менеджмента и раскрыта в трудах таких авторов, как Л.А. Бернштейн, Ю. Бригхем, Дж. К. Ван Хорн, Л. Гапенски, Т.Р. Карлин, Б. Коласс, Б. Райан, Ж. Ришар, Д. Стоун, Н.К. Сирополис, Дж.Г. Сигл, К. Хитчинг, Э. Хелферт, Дж.К. Шим и др. Проведение оценки будущих денежных потоков представляет собой анализ дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, DCF). Авторы согласны с точкой зрения, что «практически все финансовые решения сопряжены с оценками прогнозируемых денежных потоков» [4; 10], поэтому анализ дисконтированного денежного потока имеет ключевое значение при принятии решения о финансировании инвестиций и тесно связан с другой концепцией финансового менеджмента – концепцией временной стоимости денег.

2. Концепция временной стоимости денег декларирует идею о том, что денежная единица в настоящий момент и равноценная денежная единица в будущем, планируемая и ожидаемая к получению, имеют разное значение и покупательскую способность. На эту разницу оказывают влияние такие факторы, как инфляция, сопутствующие риски неполучения ожидаемой суммы и оборачиваемость денежной единицы. Основоположником концепции является И. Фишер, который в 1930 г. в своем труде «Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений» рассмотрел взаимозависимость результата альтернативного инвестирования от факторов инфляции и риска.

В 1936 г. Дж. М. Кейнс в труде «Общая теория занятости, процента и денег» ввел понятие «предельная эффективность капитала» и по сути, предложил использовать данное понятие в качестве ставки дисконтирования. Идеи И. Фишера и Дж. М. Кейнса были продолжены ученым Дж. Хиршлейфером в 1958 г. в работе «Теории оптимального инвестиционного решения».

3. Концепция компромисса между риском и доходностью логически связана с предыдущими двумя концепциями – денежного потока и временной стоимости денег, и излагает идею о том, что показатели риска и доходности имеют прямо пропорциональную взаимосвязь между собой. Основоположником данной концепции является Ф. Найт, который в своей работе «Риск, неопределенность и прибыль» обосновал указанную взаимосвязь, утверждая, что «прибыль является результатом риска, но только уникального вида риска, не поддающегося измерению» [6]. Тогда, как риск, «поддающийся измерению, определяется как риск убытков» [6]. Двойственное понимание риска, заложенное в трудах данного ученого, является основой для принятия инвестиционных решений в контексте возможного прогнозирования конечного результата инвестиционных вложений.

4. Концепция стоимости и структуры капитала заключается в умозаключении о необходимости формирования источников финансирования инвестиционного проекта за счет собственных, привлеченных и заемных источников, что отражается в необходимости учета платы за использование заемного капитала и о роли окончательно сформированной структуры капитала, с целью минимизации расходов на его привлечение. В основе данной концепции лежит теория структуры капитала Ф. Модильяни и М. Миллера, согласно которой стоимость предприятия «определяется исключительно его будущими доходами и не зависит от структуры капитала» [11]. Согласно представленной теории, при определенных условиях финансирование деятельности предприятия более выгодно за счет заемных источников финансирования, нежели за счет собственных источников.

Теория Ф. Модильяни и М. Миллера является результатом эволюции теорий инвестиций и, придавая значительную роль заемному капиталу, лежит в основе одной из ключевых концепций финансового менеджмента – концепции стоимости капитала.

5. Концепция инвестиционного портфеля или портфельная теория, основоположником которой является Гарри Марковиц, изложивший ее в 1952 г. в своей статье «Выбор портфеля». Согласно

портфельной теории Г. Марковица, критериями оценки инвестиционных решений являются два параметра – ожидаемая или планируемая доходность и отклонение стандартной доходности [10]. С целью снижения уровня риска необходимо, по мнению Г. Марковица, объединять финансовые активы в портфели, разделяя тем самым их инвестиционный потенциал. Таким образом, распределяя инвестиции по различным направлениям, инвестор сможет достичь более высокого уровня доходности своих вложений и/или минимизации сопутствующих указанным вложениям рисков.

6. Концепция эффективности рынка капитала, является тесно связанной с принятием решений и выбором поведения участников на рынке капитала. В рамках данной концепции ключевым фактором, влияющим на эффективность рынка капитала, является информация, ее доступность и скорость, с которой указанная информация отражается на рыночной курсовой стоимости ценных бумаг. Основоположником данной концепции является экономист Юджин Фам, который в своей работе «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований» обосновал зависимость ценовой эффективности фондового рынка от уровня владения информацией его участниками.

7. Концепция асимметричности информации вплотную связана с концепцией эффективности рынка капитала и заключается в разном уровне доступности или неравной степени распределения той или иной информации для различных участников сделки, в зависимости от их возможностей к получению данной информации. При этом каждый из участников принимает инвестиционные решения в зависимости от находящейся в его распоряжении информации, которая может быть неполной или некорректной. Основоположниками данной концепции явились экономисты С. Майерс и Н. Майджлаф, изложившие ее в своей работе «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы». Также проблемы асимметричности информации рассматриваются в трудах К. Дж. Эрроу, Дж. Акерлофа, М. Спенса, Дж. Стиглица.

Таблица 1
Эволюция подходов к концепциям финансового менеджмента в парадигме исследования инвестиций и активизации инвестиционного процесса [составлено авторами]

№	Концепции	Содержание	Авторы
1.	Концепция денежного потока	Рассматривает в качестве основного элемента инвестиций денежный поток (cash flow), который распределен во времени на множество поступлений (притоков) и выплат (оттоков). Является одной из базовых концепций финансового менеджмента	Л.А. Бернштейн, Ю. Бригхем, Дж. К. Ван Хорн, Л. Гапенски, Т.Р. Карлин, Б. Коласс, Б. Райан, Ж. Ришар, Д. Стоун, Н.К. Сирополис, Дж.Г. Сигл, К. Хитчинг, Э. Хелферт, Дж.К. Шим
2.	Концепция временной стоимости денег	Обосновывает, что денежная единица в настоящий момент и планируемая к получению в будущем имеют разное значение и покупательскую способность, что связано с уровнем инфляции, рисками неполучения ожидаемой суммы и иными факторами неопределенности	И. Фишер, Дж.М. Кейнс, Дж. Хиршлейфер
3.	Концепция компромисса между риском и доходностью	Доказывает, что показатели риска и доходности имеют прямо пропорциональную взаимосвязь между собой – чем выше ожидаемый к получению доход от любых инвестиционных вложений, тем выше уровень риска, сопровождающий указанные инвестиции и наоборот	Ф. Найт, Дж. Уильямс, У. Шарп, Дж. Линтнер, Дж. Моссин
4.	Концепция стоимости и структуры капитала	Определяет необходимость формирования источников финансирования инвестиционного проекта за счет собственных и заемных источников, что отражается в необходимости учета платы за использование заемного капитала	Дж. Уильямс, Д. Дюран, Ф. Модильяни, М. Миллер
5.	Концепция инвестиционного портфеля	Декларирует необходимость объединять финансовые активы в портфели, разделяя тем самым их инвестиционный потенциал, что позволяет достигать более высокого уровня доходности вложений и/или минимизации сопутствующих указанным вложениям рисков	Г. Марковиц, У. Шарп, Дж. Линтнер, Дж. Тобин, Основоположники – И. Фишер, Дж.М. Кейнс
6.	Концепция эффективности рынка капитала	Формулирует, что ключевым фактором, влияющим на эффективность рынка капитала, является информация, ее доступность и скорость, с которой указанная информация отражается на рыночной курсовой стоимости ценных бумаг	Юд. Фама, Р. Шиллер, Л. Хансен
7.	Концепция асимметричности информации	Определяет, что для различных участников сделки существует разный уровень доступности той или иной информации, в зависимости от их возможностей к получению данной информации, соответственно инвестиционные решения зачастую принимаются в условиях ограниченной информации	С. Майер, Н. Майджлаф, К. Дж. Эрроу, Дж. Акерлоф, М. Спенс, Дж. Стиглиц
8.	Концепция приоритета экономических интересов собственников	Предполагает приоритет интересов собственников над остальными приоритетами в целях максимизации их прибыли и роста благосостояния. Является предшественницей теории агентских отношений	Г. Саймон
9.	Концепция агентских отношений	Поясняет возможность возникновения противоречий между реальными владельцами (собственниками) бизнеса и финансовыми директорами, связанных с разрывом между функцией распоряжения денежными ресурсами и функцией текущего управления и контроля за активами и обязательствами предприятия	М. Дженсен, У. Меклинг
10.	Концепция альтернативных издержек или альтернативной стоимости (упущенной выгоды)	Обосновывает, что принятие любого инвестиционного решения подразумевает отказ от другого возможного, альтернативного инвестиционного решения по вложению ресурсов, которое потенциально могло бы принести доход в будущем, что можно определить, как упущенный доход	Ф. Визер, Д. Порт, Ф. Найт

8. Концепция приоритета экономических интересов собственников заключается в особом экономическом поведении, направленном на приоритетное удовлетворение интересов собственников. Целью данного поведения является стремление к максимизации их прибыли и роста благосостояния. Автором данной концепции выступил экономист Г. Саймон, в рамках также разработанной им теории принятия решений, известной как «теория ограниченной рациональности».

9. Концепция агентских отношений поясняет возможность возникновения противоречий между реальными владельцами (собственниками) бизнеса и финансовыми директорами или же сотрудниками, выполняющими функции управления предприятием, связанных с разрывом между функцией распоряжения денежными ресурсами и функцией текущего управления и контроля за активами и обязательствами предприятия. Основоположниками данной концепции являются ученые М. Дженсен и У. Меклинг, которые опубликовали ее в работе «Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственников».

10. Концепция альтернативных издержек или альтернативной стоимости (упущенной выгоды) связана с тем, что принятие любого инвестиционного решения подразумевает отказ от другого возможного, альтернативного инвестиционного решения по вложению ресурсов, которое потенциально могло бы принести доход в будущем, что можно определить и охарактеризовать, как упущенный доход, необходимый к учету при принятии решений инвестиционного характера. Основоположником данной концепции является Ф. Визер,

который впервые изложил ее в докладе «О затратах и ценностях», и в дальнейшем обосновал в своих трудах, понимая под затратами «приносящую в жертву полезность» [1].

Выводы

Авторы отмечают безусловную логику во всех представленных трактовках понятия «финансовый менеджмент», однако для целей настоящего исследования придерживаются научной позиции понимания финансового менеджмента именно в контексте эволюции финансов предприятия, определяя в качестве основных целей финансового менеджмента – принятие инвестиционных решений, а также выбор источников финансирования и альтернативных вариантов инвестирования.

С указанной научной позиции уместно обосновать, что вложение инвестиционных ресурсов осуществляется в некий объект инвестиций, иными словами, благо или ценность, которую «лучше всего рассматривать сопряженную со временем потребления – настоящим или будущим, как особого рода полезность» [6], спрос на которые в будущем с точностью определить в настоящем времени не представляется возможным. «Блага производятся для того, чтобы удовлетворять потребности; производство благ требует времени, и тем самым вводятся два элемента неопределенности» [6]. Эволюция подходов к концепциям финансового менеджмента, представленная авторами, позволяет обосновать основные факторы принятия инвестиционных решений – время, риск и выбор блага в качестве объекта инвестирования.

*Научная специальность публикации
согласно паспорта ВАК: 5.2.4 – Финансы.*

Библиографический список

1. Австрийская школа в политической экономии: Сборник: Перевод / Предисл., с. 5-30, коммент., сост. В. С. Автономова. М.: Экономика, 1992. 492 с.
2. Балабанов И.Т. Основы финансового менеджмента. М.: Финансы и статистика, 1999. 512 с.
3. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. Киев: Ника-Центр; Эльга, 2007. 656 с.
4. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент: Полный курс в 2-х т. / Пер. с англ. под ред. В.В. Ковалева. СПб: Экономическая школа, 1997. 497 с.

5. Ванхорн Дж., Вахович Дж. Основы финансового менеджмента. 12-е издание: Пер. с англ. М.: ООО «И. Д. Вильямс», 2008. 1232 с.
6. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль / Пер. с англ. М.: Дело, 2003. 360 с.
7. Шим Д.К., Сигел Д.Г. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. М.: Информ.-изд. дом «Филинь», 1996. 393 с.
8. Романовский М.В. и др. Финансы, денежное обращение и кредит: учебник / Под ред. М.В. Романовского, О.В. Врублевской. М.: ЮрайтИздат, 2006. 543 с.
9. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С. Финансы предприятия. М.: ИНФРА-М, 1997. 343 с.
10. Markowitz H. Portfolio Selection. Journal of Finance. 1952. Vol. 7. No 1. P. 77-91.
11. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review. 1958. Vol. 48. No 3. P. 261-297.
12. Williams J.B. The Theory of Investment Value Cambridge, Mass., 1938. 613 p.