



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**В. Н. Незамайкин, И. Л. Юрзинова**

# **ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ**

**УЧЕБНИК ДЛЯ АКАДЕМИЧЕСКОГО БАКАЛАВРИАТА**

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

**Книга доступна в электронной библиотечной системе  
[biblio-online.ru](http://biblio-online.ru)**

**Москва • Юрайт • 2015**

УДК 336  
ББК 65.26я73  
Н44

**Авторы:**

**Незамайкин Валерий Николаевич** — профессор, доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации;

**Юрзинова Ирина Леонидовна** — профессор, доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Рецензенты:**

**Капитоненко В. В.** — доктор экономических наук, профессор кафедры математических методов в управлении Государственного университета управления;

**Каменева Е. А.** — доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

**Незамайкин, В. Н.**

Н44      **Финансовый менеджмент : учебник для академического бакалавриата / В. Н. Незамайкин, И. Л. Юрзинова. — М. : Издательство Юрайт, 2015. — 467 с. — Серия : Бакалавр. Академический курс.**

ISBN 978-5-9916-3638-4

Финансовый менеджмент как учебная дисциплина входит в базовую (общепрофессиональную) часть профессионального цикла Федерального государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования третьего поколения для бакалавров.

Изложены основные аспекты финансового менеджмента, позволяющие сформировать у студентов комплекс современных теоретических знаний и практических навыков в области управления финансами, выработать целостный взгляд на финансовые процессы, происходящие в современных компаниях, развить способность принимать обоснованные управленческие решения, соответствующие компетенциям бакалавра.

Представляет интерес при изучении финансово-экономических дисциплин в высших учебных заведениях России и стран СНГ.

*Для студентов высших учебных заведений, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям. Может быть полезен специалистам различных функциональных подразделений компаний, самостоятельно повышающих свою квалификацию в области принятия финансовых решений.*

УДК 336  
ББК 65.26я73

ISBN 978-5-9916-3638-4

© Незамайкин В. Н., Юрзинова И. Л., 2013  
© ООО «Издательство Юрайт», 2015

# Оглавление

|                   |   |
|-------------------|---|
| Предисловие ..... | 6 |
|-------------------|---|

## Раздел I. ОБЩИЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

|   |            |
|---|------------|
| <b>Глава 1. Содержание финансового менеджмента и его место в системе управления организацией.....</b> | <b>11</b>  |
| 1.1. Базовые концепции финансового менеджмента .....  | 12         |
| 1.2. Цель и задачи финансового менеджмента.....   | 22         |
| 1.3. Субъекты и объекты финансового менеджмента.....  | 29         |
| 1.4. Организация финансовой службы компании .....   | 35         |
| 1.5. Финансовый механизм компании.....  | 41         |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>  | <i>45</i>  |
| <b>Глава 2. Методология принятия финансовых решений ...</b>   | <b>46</b>  |
| 2.1. Информационное обеспечение финансового менеджмента .....   | 46         |
| 2.2. Финансовое состояние и финансовая устойчивость компании: понятие и виды.....                     | 52         |
| 2.3. Аналитические коэффициенты.....  | 60         |
| 2.4. Методы факторного анализа в финансовом менеджменте .....   | 75         |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>  | <i>85</i>  |
| <b>Глава 3. Финансовый риск-менеджмент .....</b>  | <b>87</b>  |
| 3.1. Влияние внешней среды на финансовую деятельность компании.....                                   | 87         |
| 3.2. Финансовые риски: сущность и виды.....   | 94         |
| 3.3. Риск и доходность финансовых активов.....  | 108        |
| 3.4. Риск и доходность портфельных инвестиций.....  | 121        |
| 3.5. Управление финансовыми рисками в текущей деятельности .....                                      | 133        |
| 3.6. Оценка риска банкротства .....   | 143        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>  | <i>164</i> |
| <b>Глава 4. Финансовое планирование и прогнозирование ...</b>   | <b>165</b> |
| 4.1. Финансовое планирование и прогнозирование: сущность, методы, виды.....                           | 165        |

|  |     |
|--|-----|
| 4.2. Долгосрочное финансовое планирование .....                        | 181 |
| 4.3. Методы и технологии краткосрочного финансового планирования ..... | 192 |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....                        | 207 |

## **Раздел II. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ В КРАТКОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ**

|  |            |
|--|------------|
| <b>Глава 5. Управление оборотными активами .....</b>                           | <b>211</b> |
| 5.1. Оборотные активы: понятие и классификация .....                           | 211        |
| 5.2. Операционный, производственный и финансовый циклы.....                    | 216        |
| 5.3. Управление запасами.....  | 221        |
| 5.4. Управление дебиторской задолженностью.....                                | 227        |
| 5.5. Управление денежными средствами и их эквивалентами .....                  | 236        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....                                | 250        |
| <b>Глава 6. Управление затратами.....</b>                                      | <b>251</b> |
| 6.1. Система управления затратами.....   | 251        |
| 6.2. Методы и инструменты управления затратами.....                            | 255        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....                                | 260        |
| <b>Глава 7. Управление ценами, выручкой и финансовыми результатами .....</b>   | <b>262</b> |
| 7.1. Виды цен и ценовая политика компании.....                                 | 262        |
| 7.2. Управление выручкой компании.....   | 270        |
| 7.3. Прибыль как результат хозяйственной деятельности .....                    | 276        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....                                | 292        |
| <b>Глава 8. Управление источниками финансирования оборотного капитала.....</b> | <b>294</b> |
| 8.1. Финансовая политика в области оборотного капитала.....                    | 294        |
| 8.2. Источники и формы краткосрочного финансирования .....                     | 299        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....                                | 306        |

## **Раздел III. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ В ДОЛГОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ**

|  |            |
|--|------------|
| <b>Глава 9. Управление источниками долгосрочного финансирования.....</b>                       | <b>309</b> |
| 9.1. Классификация и сравнительная характеристика источников долгосрочного финансирования..... | 309        |
| 9.2. Методы долгосрочного финансирования .....   | 317        |
| 9.3. Методы оценки финансовых активов.....   | 322        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля</i> .....  | 327        |

|  |            |
|--|------------|
| <b>Глава 10. Цена и структура капитала .....</b>                       | <b>328</b> |
| 10.1. Фундаментальные теории структуры капитала.....                   | 328        |
| 10.2. Цена капитала: понятие и виды .....                              | 331        |
| 10.3. Производственный и финансовый левиредж .....                     | 338        |
| 10.4. Управление структурой капитала.....                              | 340        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>                         | <i>342</i> |
| <b>Глава 11. Управление собственным капиталом .....</b>                | <b>343</b> |
| 11.1. Структура собственного капитала .....                            | 343        |
| 11.2. Темп устойчивого роста компании .....                            | 350        |
| 11.3. Дивидендная политика .....                                       | 355        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>                         | <i>362</i> |
| <b>Глава 12. Управление инвестициями .....</b>                         | <b>363</b> |
| 12.1. Учет временной ценности денег в управлении<br>инвестициями ..... | 363        |
| 12.2. Оценка эффективности и риска инвестиционных<br>проектов .....    | 365        |
| 12.3. Инвестиционная политика .....                                    | 370        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>                         | <i>376</i> |

## **Раздел IV. СПЕЦИАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

|  |            |
|--|------------|
| <b>Глава 13. Финансовый менеджмент в особых<br/>финансово-экономических условиях .....</b>         | <b>379</b> |
| 13.1. Финансовый менеджмент в условиях инфляции.....   | 379        |
| 13.2. Особенности финансового менеджмента в процессе<br>банкротства.....                           | 385        |
| 13.3. Финансовый менеджмент в условиях<br>реорганизации компании.....                              | 391        |
| 13.4. Антикризисное финансовое управление .....  | 403        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>   | <i>413</i> |
| <b>Глава 14. Финансовый менеджмент в особых<br/>организационно-правовых условиях .....</b>         | <b>415</b> |
| 14.1. Международные аспекты финансового менеджмента..  | 415        |
| 14.2. Финансовый менеджмент в компаниях различных<br>отраслей и организационно-правовых форм ..... | 436        |
| <i>Вопросы и задания для самоконтроля.....</i>   | <i>445</i> |
| <b>Список литературы.....</b>  | <b>447</b> |
| <b>Приложения.....</b>   | <b>452</b> |

*Посвящается тем студентам,  
кто хочет не просто сдать,  
но и знать*

## **Предисловие**

Современный финансовый менеджмент является сложной системой управления, пронизывающей всю хозяйственную деятельность компании. Многообразие и сложность решаемых в этой системе задач приводят к тому, что современный финансовый менеджер должен не только обладать обширными знаниями в области управления финансами и смежных областях, но и понимать экономический смысл происходящих в компании процессов — с тем, чтобы иметь возможность принимать обоснованные эффективные решения в нестандартных ситуациях.

Управление финансами — процесс уникальный, индивидуальный для каждой компании, он определяется не только особенностями хозяйственной деятельности, но и во многом знаниями и опытом финансового менеджера. Все это предъявляет повышенные требования к уровню профессиональной компетенции специалистов по финансовому управлению.

Создавая данный учебник, авторы не ставили перед собой задачи «обрушить» на читателя тот громадный объем теоретической, методологической и практической информации, которая составляет современную систему финансового менеджмента, — по их мнению, гораздо важнее, чтобы у будущего специалиста сформировалось системное представление об управлении финансами компании в современной экономике, чтобы он научился выявлять истинные причины, подвигающие компанию к принятию того или иного финансового решения, и видеть скрытые причины действий финансовых менеджеров.

Говоря об истории развития финансового менеджмента во второй половине прошлого века, нельзя не отметить, что в этот период параллельно развивались две системы управления финансами: советская — ориентированная на функционирование в рамках жесткой командно-административной государственной системы, и «западная» — ориентированная на функционирование в условиях рынка. В рамках обоих

направлений нарабатывались теоретические и методологические основы, практический инструментарий, создавались научные школы. По мнению авторов, в современной России нельзя полностью сбрасывать со счетов ни одно из этих двух направлений — «советская школа» до сих пор лучше отражает отдельные особенности финансово-экономических отношений в Российской Федерации, «западная» — более соответствует современным рыночным условиям (при этом нельзя забывать, что отдельные сильные стороны «западного» подхода изначально были заимствованы у советской системы управления финансами). В данном учебнике авторами принято решение не отдавать предпочтение какому-либо направлению или научной школе, а постараться представить объективный взгляд, вобравший в себя лучшие черты различных подходов и школ.

Итак, данный учебник адресован не тем, кто хочет сдать экзамен и забыть о данном предмете, он ориентирован на пытливые умы желающих добраться до сути тех или иных явлений, процессов, разобраться в истинных причинах и мотивах действий финансового менеджера. Однако при этом не стоит забывать, что данный учебник предназначен для бакалавров, поэтому в нем не затрагиваются многие «продвинутые» вопросы (например, философские и нравственные стороны некоторых финансовых решений). Авторам представляется более важным сосредоточиться на формировании у бакалавров системного взгляда на организацию современного управления финансами, основные принципы, методы и инструменты этого управления.

Учебник написан в соответствии с требованиями Федеральных государственных образовательных стандартов высшего профессионального образования (ФГОС ВПО) 3-го поколения по направлениям подготовки «Экономика» и «Менеджмент» (квалификация — бакалавр).

Структура учебника соответствует формированию представления о финансовом менеджменте как о сложной внутренне целостной системе:

— в первом разделе рассматриваются общие понятия, принципы, условия и направления управления финансами компании;

— во втором и третьем разделах обсуждаются принципы, условия, методы и инструментарий управления финансами, соответственно, в краткосрочном и долгосрочном периодах;

— в четвертом разделе рассматриваются особенности управления финансами в нестандартных ситуациях.

Авторы выражают благодарность профессору кафедры «Корпоративные финансы» ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» А. И. Самылину за плодотворные дискуссии по ключевым вопросам финансового менеджмента, позволившие авторам уточнить отдельные вопросы, рассматриваемые в учебнике, а также рецензентам.



**Раздел I**  
**ОБЩИЕ ВОПРОСЫ**  
**ФИНАНСОВОГО**  
**МЕНЕДЖМЕНТА**





# Глава 1

## СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА И ЕГО МЕСТО В СИСТЕМЕ УПРАВЛЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИЕЙ

---

В результате изучения данной главы студент должен:

***знать***

- современное состояние финансового менеджмента, его роль и место в управлении организацией;
- содержание и значение основных концепций финансового менеджмента;
- цель и задачи финансового менеджмента как подсистемы в общей системе управления организацией;
- субъекты и объекты финансового менеджмента, их взаимосвязь и взаимодействие;
- принципы организации службы управления финансами в современной компании, структуру финансовой службы;
- основные инструменты управления финансами современной организации;

***уметь***

- выбирать цель и определять круг задач финансовой службы в зависимости от особенностей хозяйственной деятельности;
- определять базовую концепцию, необходимую для решения конкретной задачи управления финансами;
- определять структуру финансовой службы компании;
- выделять субъекты и объекты финансового менеджмента в конкретной ситуации;
- применять основные инструменты финансового менеджмента;

***владеть навыками***

- распознавания типа структуры финансовой службы и организации взаимодействия между ее подразделениями;
  - выбора инструментария управления финансами организации в типовых хозяйственных ситуациях.
-

## 1.1. Базовые концепции финансового менеджмента

Концепция (от лат. *conceptio* — понимание, система) — это определенный способ понимания предмета, явления или процесса; основная точка зрения и научная идея для их систематического изучения. С практической стороны концепция представляет собой набор установленных правил, лежащий в основе деятельности, в том числе управленческой. Знание базовых концепций любой деятельности, понимание их экономического смысла и умение применять на практике необходимы специалисту в любом виде деятельности для решения следующих задач:

- обеспечения осуществления деятельности по единому образному, понятным и доступным для понимания другим специалистам правилам;
- обеспечения сопоставимости результатов деятельности различных субъектов;
- совершенствования инструментов, приемов, методов осуществления деятельности;
- проведения научных исследований и др.

Прежде чем рассматривать базовые концепции финансового менеджмента, необходимо определить, что представляет собой современный финансовый менеджмент как направление деятельности по управлению экономическими субъектами.

Становление финансового менеджмента как самостоятельного направления управленческой деятельности относят к 1940-м гг., когда последствия мирового экономического кризиса 1920—1930-х гг. настоятельно показали необходимость развития новых эффективных методов управления экономической деятельностью, более полно отвечающих сформировавшимся в то время тенденциям развития мировой экономики. Концентрация капитала, развитие финансовых рынков, другие послекризисные тенденции развития финансовых отношений обусловили потребность в формировании специального инструментария управления финансами хозяйствующих субъектов.

Вместе с тем важно понимать, что финансовый менеджмент не возник на пустом месте — он естественным образом выделился из общего менеджмента сначала как отдельная функция, а впоследствии — как самостоятельное практическое, а затем и научное направление управленческой деятельности. Сегодня финансовый менеджмент представляет

собой самостоятельное направление управленческой работы с развитой научной базой и собственным инструментарием, однако, как будет показано в дальнейшем, он до сих пор сохраняет тесную связь с общим менеджментом в части своих концептуальных основ. Такая связь обусловлена в первую очередь тем, что и общий, и финансовый менеджмент ориентированы в конечном счете на управление экономическим субъектом.

Вместе с тем финансовый менеджмент как сфера управленческой деятельности воздействует не на все, а только на отдельные стороны хозяйственной деятельности. Его можно определить как системное управление формированием, распределением, перераспределением и использованием финансовых ресурсов хозяйствующего субъекта, направленное на достижение поставленной цели финансового менеджмента<sup>1</sup>. При этом в современном финансовом менеджменте целесообразно выделять два основных направления:

1) деятельность по привлечению финансовых ресурсов и эффективному использованию привлеченных средств — внутренний финансовый менеджмент;

2) деятельность по эффективному использованию имеющихся излишних финансовых ресурсов — внешний финансовый менеджмент.

Несмотря на сравнительно небольшую историю существования в качестве самостоятельного направления управленческой деятельности, финансовый менеджмент имеет достаточно широкую систему базовых концепций, часть из которых относится к внутреннему, а часть — к внешнему финансовому менеджменту. Кроме того, отдельные современные концепции затрагивают одновременно как внутренний, так и внешний финансовый менеджмент (их структура приведена на рис. 1.1).

Более подробно основные из указанных на рис. 1.1 концепций будут рассмотрены далее, в соответствующих главах и параграфах учебника. Здесь мы дадим только общую их характеристику, позволяющую понять сущность и назначение каждой концепции, а также их роль и место в современном финансовом менеджменте.

---

<sup>1</sup> Подробнее о целях финансового менеджмента будет рассказано в параграфе 1.2.



**Рис. 1.1. Структура базовых концепций современного финансового менеджмента**

*Концепция денежного потока.* Суть концепции состоит в следующем: считают, что с любой финансовой операцией может быть связан некоторый денежный поток (выплата либо поступление денежных средств с учетом их распределения во времени), состоящий из множества элементов (ими могут являться денежные поступления, доход, расход, прибыль, активы, обязательства и т.д.); само управленческое решение, а также критерии, по которым должна оцениваться его эффективность, разрабатываются для элементов денежного потока. Преимущественно речь идет об ожидаемых денежных потоках, поскольку объектом управления в финансовом менеджменте являются будущие события финансовой и, в более общем случае, хозяйственной деятельности.

Концепция денежного потока имеет важное теоретическое и практическое значение. В теоретическом плане — это один из основных поводов говорить о финансовом менеджменте.

жменте как об особом виде управленческой деятельности — деятельности по управлению денежными потоками.

Практическая ценность концепции заключается в том, что она дает возможность управлять разными объектами: активами, пассивами, финансовыми взаимоотношениями и проч. при помощи унифицированного инструментария. Кроме того, появляется возможность сравнить между собой формально несравнимые альтернативы управленческого решения, а также установить единые принципы и критерии оценки эффективности различных решений.

Практическую значимость концепции легко можно проследить на примерах. Предположим, что стоит задача увеличения объемов выпуска готовой продукции. Решить данную задачу можно, либо купив дополнительный станок, либо наняв дополнительно некоторое количество рабочих. Сравнить между собой оба решения (покупка станка или наем рабочих) напрямую невозможно. Но такая возможность появится, если мы представим каждое решение в виде элементов денежного потока:

— рабочих — в виде затрат на поиск и наем, выплату заработной платы и страховых взносов, расходов на социальные мероприятия, а также доходов от произведенной ими продукции;

— станок — в виде затрат на приобретение, транспортировку и установку, на обучение персонала, расходов на профилактику и ремонт, налога на имущество организаций, расходов, связанных с привлечением, обслуживанием и возвратом кредита (если компании не хватает собственных средств на покупку), и, опять-таки, доходов от произведенной на данном станке продукции.

Аналогичным образом становится возможным сравнить между собой различные технологии производства (путем сопоставления затрат на приобретение и дохода от использования каждой), различные способы финансирования всей деятельности либо отдельного проекта (также путем сопоставления затрат и доходов по каждому варианту), решить множество иных аналитических задач.

Таким образом, концепция денежного потока фактически пронизывает всю хозяйственную деятельность, делая финансовый менеджмент центральным звеном, своего рода аналитическим центром управления современной компанией. Поэтому одна из первых задач будущих специалистов в области управления финансами — научиться мыслить в терминах

денежного потока, представляя любое свое действие в виде распределенных во времени его элементов.

*Концепция приоритета экономических интересов собственников.* Исторически данная концепция вытекает из «теории ограниченной рациональности» Г. Саймона [Herbert Simon], разрабатывавшейся в рамках развития теории управления организацией. Таким образом, она является ярким примером единства и взаимосвязи между концепциями финансового менеджмента и общего менеджмента. В рамках общего менеджмента данная концепция первоначально представляла собой альтернативную целевую концепцию экономического поведения компании, разработанную в противовес концепции максимизации прибыли как цели экономической деятельности.

В финансовом менеджменте как более узкой сфере управления общая идея Г. Саймона трансформировалась в идею максимизации благосостояния собственников компании или (как более прикладной вариант) идею максимизации рыночной стоимости компании — таким образом, основная цель управления компанией приобрела конкретное финансовое выражение.

Практическая значимость этой концепции определяется тем, что на сегодняшний день она является основой финансовых стратегий всех крупных мировых и национальных корпораций. Теоретическое значение данной концепции также весьма велико — в настоящее время теория управления стоимостью компании практически является самостоятельным разделом финансового менеджмента как науки.

*Концепция структуры (стоимости) капитала.* Данная концепция считается одной из основополагающих в современном финансовом менеджменте, в отличие от концепции приоритета экономических интересов собственников она представляет собой пример чисто финансовой концепции, не имеющей аналогов либо источников в общем менеджменте. Суть концепции заключается в следующем: поскольку затраты компании по привлечению и обслуживанию капитала из различных источников существенно различаются между собой, можно путем управления структурой капитала (т.е. соотношением различных источников его привлечения) добиться минимизации средневзвешенной стоимости капитала, что при прочих равных условиях обеспечит максимизацию благосостояния собственников.



Исторически концепция базируется на трех основных работах Ф. Модильяни и М. Миллера:

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

*Modigliani F., Miller M. H.* Taxes and the Cost of Capital: A Correction // Ibid. 1963. June. P. 433—443;

*Miller M. H., Modigliani F.* Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. 1961. Oct. P. 411—433.

В 1960—1970-е гг. эти работы произвели, по оценкам многих ученых, «революцию в финансовом менеджменте», открыв новое направление в его развитии. Однако в настоящее время работы основоположников концепции имеют в основном историческое значение, поскольку описывавшиеся ими модели носили теоретический характер. Историческая основа работ Модильяни — Миллера была дополнена и развита трудами их последователей, таким образом, сегодня данная концепция имеет развитой математический аппарат, который будет рассмотрен в гл. 9 и 10.

*Концепция устойчивого роста.* В отличие от ранее рассмотренных концепций данная не имеет настолько глобального значения. По своей сути она описывает один из возможных сценариев развития компании, причем этот сценарий, скорее, относится к разряду пессимистических. Основная ее идея заключается в определении максимально возможного темпа экономического развития компании при соблюдении ограничивающего условия — сохранения существующего уровня долговой нагрузки.

Вместе с тем практическое значение данной концепции в современных условиях достаточно велико. Увеличение объемов задолженности приводит к улучшению финансовых результатов деятельности компании, что провоцирует финансовых менеджеров и далее увеличивать объемы долга с целью более легкого улучшения результатов своей деятельности. Вместе с тем опыт мирового финансового кризиса 2008—2009 гг. со всей очевидностью показал, к чему может привести бесконтрольное увеличение объемов задолженности в погоне за увеличением прибыли. Таким образом, концепция устойчивого роста — это, с одной стороны, основной рабочий инструмент для грамотного трезвомыслящего специалиста, а с другой — «холодный душ» для не вполне честных со своими акционерами финансовых менеджеров, пытающихся достичь собственных корыстных интересов за счет финансового развала вверенной им компании.

*Концепция портфельных инвестиций (теория инвестиционного портфеля Г. Марковица<sup>1</sup>)*. Данная концепция основывается на следующем утверждении: объединение рискованных активов в портфели позволяет снизить совокупный уровень риска всего портфеля в целом. Происходит такое снижение за счет отсутствия прямой функциональной связи между соотношениями риска/доходности для различных видов активов.

В ходе дальнейшего развития данной концепции появилась, в частности, широко известная модель оценки доходности финансовых активов *САРМ*<sup>2</sup>, которая широко используется в финансовом менеджменте не только для решения инвестиционных задач. Подробнее о теории Марковица и ее применении в финансовом менеджменте будет рассказано в гл. 3, модель *САРМ* будет описана в гл. 9.

*Концепция нерационального поведения на финансовых рынках (теория поведенческих финансов)*. Выделившись менее 100 лет назад из общего менеджмента, современный финансовый менеджмент представляет собой сложную научно-практическую систему управления, активно привлекающую знания и опыт из таких областей науки, как психология и социология. Примером тому может служить концепция нерационального поведения. Основная идея концепции заключается в следующем: поведение экономических агентов нерационально по целому ряду причин<sup>3</sup>:

- люди принимают ограниченную информацию за исчерпывающую и достаточную;
- люди принимают доступную информацию за значимую;
- люди не сознают значимость имеющейся информации;
- владея необходимой и достаточной информацией, люди применяют неверные методы для ее оценки;
- люди склонны видеть закономерность там, где в действительности имеет место случайность, и др.

---

<sup>1</sup> Основные положения изложены в работе: *Markowitz H. M. Portfolio Selection // Journ. Finance. 1952. March. P. 77–91.*

<sup>2</sup> *Lintner J. Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification // Journ. Finance. 1965. Dec. P. 587–616; Afoissira J. Security Prices and Investment Criteria in Competitive Markets // Amer. Econ. Rev. 1969. Dec. P. 749–756; Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journ. Finance. 1964. Sept. P. 425–442.*

<sup>3</sup> Отметим, что теория Марковица и все модели в рамках этой теории базируются на теории рационального поведения.

Изначально данная концепция применялась для объяснения некоторых устойчивых явлений на фондовых рынках (эффект толпы, «эффект дня недели», иллюзия контроля и др.), однако в настоящее время она активно используется для управления фондовым рынком с целью создания наиболее благоприятной для компании финансовой ситуации, приводящей к максимизации рыночной стоимости компании.

Поскольку данная концепция относится в основном к управлению положением ценных бумаг на фондовом рынке, в настоящем учебнике она рассматриваться не будет.

*Концепция асимметричной информации.* Еще одна концепция на стыке финансового менеджмента и социологии. Суть ее заключается в следующем утверждении: инвесторы располагают меньшим объемом информации о состоянии и перспективах развития компании по сравнению с менеджерами; это позволяет менеджерам получать дополнительную прибыль от операций с ценными бумагами компании и, наоборот, приводит к дополнительным финансовым потерям инвесторов. Одним из центральных моментов практической реализации данной концепции является идея сигналов — особых способов передачи информации от менеджеров к инвесторам с целью повлиять на рыночную стоимость ценных бумаг компании. Концепция имеет довольно узкий прикладной характер, поэтому более подробно в настоящем учебнике рассматриваться не будет.

*Концепция эффективности рынка*<sup>1</sup>. На сегодняшний день данная концепция только еще развивается, поэтому представляет собой скорее гипотезу, нежели сложившуюся научно обоснованную систему правил. Ее суть в установлении зависимости ценовой эффективности фондового рынка от уровня информационного обеспечения его участников. Предполагается, что ожидаемая доходность ценных бумаг является случайной величиной, отражающей уровень информированности участников рынка.

Отметим, что из основной идеи данной концепции вытекает весьма интересное и важное для современного финансового менеджмента следствие: нельзя увеличить стоимость компании с помощью операций на финансовом рынке, стоимость компании может быть увеличена только за счет операций на рынке материальных товаров и услуг.

---

<sup>1</sup> Речь идет об информационной эффективности.

Поскольку настоящий учебник не является фундаментальным научным трудом по теории финансового менеджмента, данная концепция подробно рассматриваться не будет.

*Концепция изменения стоимости денег во времени (концепция дисконтирования).* Данная концепция относится к разряду технических — по своей сути она представляет только технический инструментарий для проведения финансовых расчетов. Основная идея концепции заключается в следующем: стоимость денег сегодня всегда выше их будущей стоимости (завтра, через год, через пять лет и т.п.). Причинами этого являются: во-первых, возможность их инвестирования в различные альтернативные проекты; во-вторых, влияние факторов инфляции и риска. Исходя из своей основной идеи, концепция предоставляет инструментарий для финансовых расчетов, позволяющий сравнивать между собой варианты инвестирования денежных средств (проекты) с различными характеристиками (доходность проекта, срок реализации и др.) с целью выбора наиболее эффективного варианта вложения денежных ресурсов. Этот инструментарий реализуется в различных моделях и приемах анализа дисконтированного денежного потока и широко используется в инвестиционном менеджменте.

Подробно инструментарий концепции дисконтирования будет рассмотрен в гл. 12. Здесь же отметим что концепцию можно применять как в рамках внешнего финансового менеджмента — при выборе оптимального варианта вложения свободных денежных средств, так и во внутреннем менеджменте — для решения задач по выбору оптимальной программы финансирования конкретного внутреннего проекта развития (например, строительства нового цеха); при составлении бизнес-планов (как для внешних инвесторов, так и для внутренних управленческих целей) и т.п.

*Концепция взаимосвязи между риском и доходностью.* Суть концепции заключается в следующем: между уровнем ожидаемого дохода и уровнем сопутствующего ему риска существует прямо пропорциональная зависимость. Данная концепция имеет большое практическое значение во внешнем финансовом менеджменте — на ее базе построены практически все модели оценки финансовых активов и методика инвестиционного анализа в портфельной теории. Отметим, что в терминах внутреннего финансового менеджмента основная идея этой концепции формулируется несколько иным образом: существует обратная зависимость между доходностью и ликвидностью.