

Хотинская Галина Игоревна, Шохин Евгений Иванович

СОВРЕМЕННЫЕ ТРАНСФОРМАЦИИ В КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ

Адрес статьи: www.gramota.net/materials/1/2010/4/69.html

Статья опубликована в авторской редакции и отражает точку зрения автора(ов) по рассматриваемому вопросу.

Источник

Альманах современной науки и образования

Тамбов: Грамота, 2010. № 4 (35). С. 194-197. ISSN 1993-5552.

Адрес журнала: www.gramota.net/editions/1.html

Содержание данного номера журнала: www.gramota.net/materials/1/2010/4/

© Издательство "Грамота"

Информация о возможности публикации статей в журнале размещена на Интернет сайте издательства: www.gramota.net

Вопросы, связанные с публикациями научных материалов, редакция просит направлять на адрес: almanac@gramota.net

- «Экономическая» полезность: В экономическом плане собственность на недвижимость составляют хозяйственные взаимоотношения людей в ходе строительства и при организации эксплуатации и управления недвижимостью.

Посредством оценки полезности устанавливается стоимость недвижимости в терминах юридических, физических, функциональных, экономических, социальных факторов и условий внешней среды, определяющих ее продуктивность [1].

В количественном выражении результаты применения данной модели могут выражаться в сроках жизни объектов и стоимости объектов недвижимости в составе индивидуальной застройки.

Список литературы

1. Асаул А. Н., Карасев А. В. Экономика недвижимости: учебное пособие. М.: МИКХиС, 2001. 430 с.
2. Вобленко С. В. Рынок городской недвижимости // Городское управление. 1998. № 6. С. 63-70.
3. Сервейинг и профессиональный девелопмент недвижимости: аспекты экономики, организации и управления в строительстве: монография / под общ. ред. П. Г. Грабового, С. А. Баронина. Пенза: РИО ПГСХА, 2010. 251 с.
4. Экономика и управление недвижимостью: учебник для вузов / под общ. ред. П. Г. Грабового. Смоленск: АВС, 1999. 568 с.

УДК 336.012.23

Галина Игоревна Хотинская, Евгений Иванович Шохин
Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации

СОВРЕМЕННЫЕ ТРАНСФОРМАЦИИ В КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ АСПЕКТ[©]

В последние десятилетия для мировой экономики характерны качественные и количественные трансформации в макро- и микрофинансах, среди которых определяющую роль играет усиление стоимости и стоимостных величин в управлении с одновременным уменьшением пространства, не поддающегося стоимостному измерению. Стоимость становится главным ресурсом, основным фактором, важным средством и ведущей целью экономических агентов одновременно. Из экономического отношения, формируемого в процессе производства и обмена, выйдя за их пределы, стоимость начинает контролировать экономическое пространство.

Контроль над стоимостью позволяет гибко и масштабно управлять бизнес-процессами, их результативностью и эффективностью в обширных сетях. Стоимость становится главным оценочным показателем хозяйственной деятельности. Механизм управления стоимостью, концентрирующий усилия на ключевых стоимостных показателях, превращает ее в интегрирующий контрольно-управленческий инструмент, обеспечивающий качественное улучшение любых стратегических и оперативных решений экономического субъекта [1, с. 12-15].

Концентрация управленческих усилий на ключевых стоимостных показателях и трансформация внутрифирменного менеджмента в направлении управления стоимостью обусловили появление идеологии стоимостного управления. В ее основе - целеполагание, ориентированное не столько на прибыль, сколько на рост стоимости бизнеса и максимизацию богатства собственников. Появившись в конце XX века, в настоящее время эта идеология активно применяется в менеджменте: по оценкам специалистов, за рубежом этой идеологией руководствуются около трети компаний.

На сегодняшний день прослеживается несколько трактовок и разновидностей этой идеологии:

- концепции «стоимости бизнеса» и «повышения стоимости бизнеса»;
- теории «ценности фирмы»;
- концепция маркетинга, ориентированного на стоимость;
- концепция ценностно-ориентированного управления;
- концепция цепочки факторов создания стоимости;
- концепция ключевых факторов стоимости бизнеса;
- VBM (Value-Based Management или управление стоимостью компании);
- MVA (Market Value Added или управление рыночной добавленной стоимостью);
- EBM (Expectations-Based Management или менеджмент на основе ожиданий, ориентированный на доходность акционерного капитала);
- EVA (Economic Value Added или управление экономической добавленной стоимостью);
- CVA (Cash Value Added) или RCF (Residual Cash Flow), ориентированные на добавленный денежный поток;

- SVA (Shareholder Value Added или приращение акционерного капитала, оцениваемое через дисконтированные денежные потоки);
- CFROI (Cash Flow Return on Investment или скорректированные денежные притоки и оттоки);
- другие разновидности и трактовки.

Абсолютизация стоимости с одновременной ее виртуализацией обусловили смену акцентов в стратегических целях компаний и средствах их достижения. Инерционные финансы и традиционное финансирование на основе собственных и заемных источников с вложением средств в классические активы означают на практике относительно медленный рост. Более высокая динамика достигается благодаря грамотной работе на рынке в целом и финансовом рынке в частности.

Это означает, что наряду с реальными финансовыми ресурсами фактором генерирования стоимости становятся нематериальные активы (деловая репутация, лояльность потребителей, бренд, рейтинги и т.п.) и поведенческие закономерности, формирующиеся зачастую в неэкономической и иррациональной формах. Последние отражают тот факт, что стоимость можно генерировать даже на стадии предстоящего разорения. Это подтверждают финансовые пирамиды и финансовые пузыри - результат спекулятивной логики, способной в краткосрочных периодах создавать виртуальную стоимость.

Описанные выше трансформации сопровождаются экспоненциальным ростом финансовой системы и динамичным увеличением ее удельного веса в структуре ВВП, масштабным вовлечением в финансовый оборот ресурсов экономических субъектов (включая активы домохозяйства) на фоне растущей самодостаточности финансового сектора и ослабления его зависимости от ресурсов извне.

В экономической литературе описанные выше системные трансформации именуются финансизацией общества, финансовой экономикой, финансовикой, финансономикой, феноменом «Финансы ради финансов». Представляя собой противоречивое экономическое явление, они оказывают существенное влияние на национальную экономику, которое может носить как созидательный (расширение экономического пространства и инвестиционного потенциала), так и деструктивный характер (превращение в периферийный сегмент европейского финансового рынка, обслуживающий его и работающий по его правилам). Следует также отметить, что эти процессы трансформируют финансовое поведение и мышление. На смену модели «экономического человека», доминировавшей в странах с рыночной экономикой на протяжении двух с половиной веков (XVIII - середина XX в.), в 70-80-х годах XX века пришли «поведенческие финансы» и «эмпирические эффекты», которые акцентируют внимание на иррациональности поведения участников в ситуациях неопределенности и риска и носят описательный характер. В рамках поведенческих финансов наибольший интерес представляют теории перспектив, поведения инвесторов, шумовой торговли, а также теория эффективности операций трейдера и др. Среди эмпирических закономерностей наиболее интересными считаются эффект толпы, эффект информационного каскада, эффект дня недели, иллюзия контроля, эффекты оформления и капкана, иллюзия значимости, парадокс Алле и др.

Результатом эволюции поведения индивидов стала формулировка современных принципов финансового мышления [4, с. 13-58], в числе которых:

- прошлое не подлежит оптимизации, поскольку мы не в силах его изменить (прошлые доходы и прошлые затраты нужно анализировать для оценки реализованных решений, но оптимизировать можно лишь будущие доходы и потери);
- доходы и расходы отличаются друг от друга только знаками, поскольку с позиции потокового метода знаки - это лишь технические приемы идентификации потоков (например, получение кредита с точки зрения денежного потока означает доход, а с точки зрения обязательств - будущий расход; поступление товара от поставщика означает увеличение запасов, а расчет за этот товар предполагает расход денежных средств и т.д.);
- деньги имеют стоимость; последняя представляет собой функцию времени (стоимость денег равна доходу, который они могут принести владельцу, причем, деньги, истраченные сегодня, стоят больше, чем деньги, полученные завтра, в силу инфляции, риска невозврата и фактора оборачиваемости; сопоставление настоящих и будущих денег обуславливает необходимость пересчета с помощью процедуры дисконтирования);
- собственность обременительна, поскольку это не только богатство и потенциал возможностей, но и совокупность обязанностей и рисков (собственность не только генерирует доходы, но и обуславливает затраты на ее обслуживание);
- главное - это приращения (в основе экономических измерений лежит сравнение, при этом сравниваются, главным образом, приростные величины, поэтому при принятии управленческих решений в расчет принимаются изменения, связанные с реализацией данного решения);
- стоимость рождается на рынке (в условиях свободного оборота благ ценность товара определяется тем, за сколько его можно купить или продать; «зачатие» стоимости происходит в производстве, но ее место рождения - рынок),
- риски имеют стоимость (риски - фактор хозяйственной деятельности наряду с землей, трудом, капиталом; они покупаются и продаются, т.е. во многом определяют издержки, следовательно, имеют стоимость);

– бухгалтерская прибыль виртуальна (бухгалтер оперирует начисленными величинами в соответствии с принятой учетной политикой, игнорируя упущенные возможности, не учитывая текущее изменение цен на уже имеющиеся ресурсы; бухгалтерские доходы и расходы - результат приведения хозяйственных операций к одному периоду времени, они не равны денежным поступлениям и выплатам, т.е. связаны с движением денежных средств опосредованно; это делает бухгалтерскую прибыль условной величиной);

– измерение альтернативой (доходы нужно сравнивать не только с затратами, но и с отказом от имеющихся альтернатив - альтернатив использования, отчуждения, замещения, поскольку с экономической точки зрения доходы - это уменьшение того, что могло быть).

Системные трансформации на макроуровне и эволюция финансового поведения и мышления обусловили фундаментальные изменения на микроуровне - в корпоративных финансах. Многолетний опыт исследования корпоративных финансов в России позволяет сделать вывод, что вслед за странами с развитым рынком в новом тысячелетии в стране формируется финансовая модель измерения и управления корпоративными финансами. На сегодняшний день она получила распространение лишь в крупных (как правило, публичных) компаниях, ориентированных, в том числе, на зарубежных инвесторов. Однако происходящие в таких компаниях изменения могут указывать вектор масштабных корпоративных трансформаций в обозримом будущем.

Финансовая модель приходит на смену учетной модели измерения и управления корпоративными финансами и кардинально отличается от нее по ряду критериальных признаков.

Учетная модель ориентирована на монетарную и вещественную концепции капитала, в соответствии с которыми капиталом является все, что приносит доходы. Как известно, в качестве целеполагания компании в этом случае выступает бухгалтерская прибыль во всех ее проявлениях (валовая, операционная, чистая) при всей ее условности и даже виртуальности, поскольку бухгалтер оперирует начисленными величинами в соответствии с принятой учетной политикой. При этом он игнорирует упущенные возможности, не учитывает текущее изменение цен на уже имеющиеся ресурсы, абстрагируется от будущих временных горизонтов, рыночных оценок и факторов внешней среды.

В качестве основного источника информации для диагностики результативности деятельности компании в учетной модели используется отчетность, по которой оценивается состояние активов и пассивов, а также их динамика и обороты бизнеса. При всех проблемах с финансовой прозрачностью российских компаний такие оценки более достоверны, чем иные эмпирические наблюдения и формализованные модели с многочисленными абстракциями, но они ориентированы на прошлые, преимущественно краткосрочные периоды. Предсказать будущие тенденции по ретроспективному анализу хотя бы в среднесрочных периодах можно лишь в условиях стабильной экономической ситуации и предсказуемости рынка.

В качестве методического инструментария при анализе результативности деятельности компании в учетной модели используются финансовые коэффициенты и оценочные критерии, которые полностью ориентированы на внутреннюю среду компании, индифферентны к рискам и альтернативам, предполагают балансовые оценки и относятся к деньгам как инструменту измерения результата, оцениваемому номинально или с корректировкой на инфляцию.

Будучи тотально распространенной в российских компаниях в недавнем прошлом, в последние годы учетная модель измерения и управления корпоративными финансами все более уступает позиции *финансовой модели*, которая наиболее приемлема для крупных компаний с масштабными целями и задачами в длительных временных горизонтах.

В качестве теоретической основы этой модели выступает финансовая концепция капитала, в соответствии с которой капитал приносит доход/прибыль в том случае, если стоимостная оценка чистых активов (собственного капитала) на конец периода превышает их сумму на начало периода. Вместе с тем, в рамках финансовой модели активно используются:

- концепция временной стоимости денег, в развитие которой позднее была сформулирована концепция дисконтированных денежных потоков;
- концепция идеальных рынков капитала и связанная с ней гипотеза эффективности рынка;
- концепция асимметричной информации;
- концепция компромисса между риском и доходностью;
- модель оценки доходности финансовых активов;
- теория портфеля или концепция диверсифицированного портфеля;
- концепция альтернативности затрат/результатов;
- концепция стоимости капитала,;
- концепция структуры капитала.

Перечисленные концепции определяют ключевые цели компаний, переходящих на финансовую модель менеджмента. В качестве целевой доминанты в этом случае выступает рост корпоративной стоимости как условие максимизации богатства собственников. Компании могут дифференцироваться в критериях достижения этой цели (EVA, SVA, CVA, CFROI и т.д.), но безусловной доминантой в этом случае будут рыночные, а не балансовые, оценки. Это, в свою очередь, обуславливает значимость условий и факторов внешней среды, а также сферу применения финансового менеджмента: не только и не столько контроль над текущими издержками, сколько финансовые стратегии и их реализация.

В качестве основного источника информации в финансовой модели выступает не только отчетность, но и альтернативы, а также упущенная выгода, которые, в свою очередь, предопределяют аналитический инструментарий. Наряду с финансовыми коэффициентами в этом случае широко используются теория вероятности и методы оценки риска. Кроме того, в этом инструментарии деньги рассматриваются как инвестиционный ресурс, имеющий стоимость во времени, что обуславливает необходимость их дисконтирования.

Описанные выше особенности моделей измерения и управления корпоративными финансами в сравнительной оценке приведены в Табл. 1.

Табл. 1. Сравнительная оценка моделей измерения и управления корпоративными финансами

Критериальный признак	Учетная модель	Финансовая модель
Особенности финансового мышления	Экономический рационализм	Рациональность + иррациональность
Базовые концепции (поведение индивидов)	Концепция «экономического человека», теории рациональных ожиданий	Поведенческие финансы: теории перспектив, поведения инвесторов, шумовой торговли и др.
Базовые концепции (трактовка капитала)	Монетарная и вещественная концепции капитала	Финансовая концепция капитала, концепции стоимости и структуры капитала, временной стоимости денег, компромисса между риском и доходностью, альтернативности затрат/результатов и др.
Целеполагание	Рост бухгалтерской прибыли в разных проявлениях (валовой, операционной, чистой и т.д.)	Рост стоимости компании как условие максимизации богатства ее собственников
Источники информации	Финансовая отчетность	Финансовая отчетность, альтернативы, упущенная выгода, стратегические планы и др.
Оценочные критерии	Фактические доходы и расходы, бухгалтерская прибыль	Экономическая прибыль, экономическая добавленная стоимость, приведенная стоимость и др.
Методический инструментарий	Анализ финансовых коэффициентов	Оценка риска, теория вероятности, дисконтирование и т.д.
Временной горизонт	Преимущественно деятельность в прошлых периодах	Оценка факта и перспективы
Доминанты в оценке	Балансовые оценки	Рыночные оценки
Сфера применения	Контроль над текущими операциями (внутренняя среда)	Стратегические решения и их реализация (внутренняя среда с учетом внешних факторов)
Отношение к рискам	Проблема рисков не анализируется	Риск трактуется как неопределенность и измеряется абсолютными и относительными показателями
Отношение к деньгам	Инструмент измерения результата, оцениваемый номинально или с корректировкой на инфляцию	Инвестиционный ресурс, имеющий стоимость во времени
Недостатки	Ориентация на прошлые периоды без учета перспективы; не оцениваются количественно риски; игнорируются внешние факторы и интересы многих заинтересованных лиц; допускается манипулирование отчетностью	Большая роль субъективных оценок и эвристических методов; высокая формализация экономических процессов и неизбежные абстракции; отсутствие привязки к методам учета и обусловленная этим недостаточная точность; множественность оценок; высокая зависимость от внешних факторов

За рубежом, по экспертным оценкам, соотношение компаний, ориентированных на учетную и финансовую модели, колеблется от 70:30, до 50:50 процентов, соответственно. В России до настоящего времени в финансовом менеджменте абсолютно доминирует традиционный подход, т.е. учетная модель, однако движение в направлении финансовой модели отчетливо прослеживается, и его перспектива в стране безусловна в силу описанных выше системных трансформаций в хозяйственной среде и финансовом поведении и мышлении. По мнению авторов, сдерживающим фактором в этом процессе является не столько спорность финансовой модели, сколько проблемы в финансовой грамотности населения в целом и менеджмента большинства российских компаний в частности.

Список литературы

1. Миргородская Е. О. Эволюция финансового капитала в условиях глобализации: автореф. ... дисс. докт. экон. наук. М., 2007.
2. Мовсесян А. Современные тенденции развития мировой финансовой системы // Банковское дело в Москве. 2000. № 10.
3. Осипов Ю. М. Философия хозяйства // Альманах Центра общественных наук и экономического факультета МГУ им. Ломоносова. 2000. № 3.
4. Устюжанина Е. В., Петров А. Г., Садовнича А. В., Евсюков С. Г. Корпоративные финансы. М.: Издательство «Дело» АНХ, 2008.