

Эволюция концепций финансового менеджмента

The evolution of the concepts of financial management

УДК 336

Получено: 16.01.2020

Одобрено: 28.01.2020

Опубликовано: 25.02.2020

Тебекин А.В.

Д-р техн. наук, д-р экон. наук, профессор, почетный работник науки и техники Российской Федерации, профессор кафедры менеджмента Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России
e-mail: Tebekin@gmail.com

Tebekin A.V.

Doctor of Engineering, Doctor of Economics, Professor, Honorary Worker of Science and Technology of the Russian Federation, Professor of Department of Management, Moscow State Institute of International Relations (University) Ministry of Foreign Affairs of Russia
e-mail: Tebekin@gmail.com

Игнатъева А.В.

Канд. экон. наук, профессор кафедры менеджмента Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России
e-mail: alinavi52@yandex.ru

Ignatieva A.V.

Candidate of Economic Sciences, Professor, Department of Management, Moscow State Institute of International Relations (University) MFA Russia
e-mail: alinavi52@yandex.ru

Митропольская-Родионова Н.В.

Канд. экон. наук, доцент кафедры менеджмента Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России
e-mail: n.v.mitropolskaya-ro@mail.ru

Mitropolskaya-Rodionova N.V.

Candidate of Economics Sciences, Associate Professor, Department of Management, Moscow State Institute of International Relations (University) Ministry of Foreign Affairs of Russia
e-mail: n.v.mitropolskaya-ro@mail.ru

Хорева А.В.

Старший преподаватель кафедры менеджмента Одинцовского филиала Московского государственного института международных отношений (университета) МИД России
e-mail: a.horeva@odin.mgimo.ru

Khoreva A.V.

Senior Lecturer, Department of Management, Odintsovo Branch, Moscow State Institute of International Relations (University), Ministry of Foreign Affairs of Russia
e-mail: a.horeva@odin.mgimo.ru

Аннотация

Проанализированы и систематизированы основные этапы развития финансового менеджмента как науки и практики управления финансами в период с 1860 г. по 2010-е гг. Проанализирована преемственность процессов развития финансового менеджмента. Синхронизированы этапы развития концепций общего менеджмента, финансового менеджмента как его прикладного направления. Представлен прогноз концептуального развития финансового менеджмента на период 2020–2030-х годов.

Ключевые слова: эволюция, концепции, финансовый менеджмент, анализ, прогноз, процессы развития.

Abstract

The main stages of financial management development as a science and practice of financial management in the period from 1860 to the 2010s are analyzed and systematized. The continuity of financial management development processes is analyzed. The stages of development of the concepts of General management of financial management as its applied direction are synchronized. The forecast of the conceptual development of financial management for the period 2020-2030 is presented.

Keywords: evolution, concepts, financial management, analysis, forecast, development processes.

Введение

В широком спектре прикладного менеджмента, насчитывающем несколько десятков направлений (от административного менеджмента до экологического менеджмента в алфавитном порядке), финансовый менеджмент является одним из ярких и динамично развивающихся направлений.

В условиях ускорения научно-технического прогресса, усложнения характера хозяйственных связей и увеличения динамизма экономического развития в целом, возникает необходимость в адекватном развитии финансового менеджмента. Поскольку развитие финансового менеджмента как науки носит эволюционный характер, для определения направлений и перспектив развития финансового менеджмента возникает объективная необходимость в исследовании процессов эволюции его развития, анализа преемственности и закономерностей развития концепций финансового менеджмента.

Цель исследования

На основе анализа основных этапов развития финансового менеджмента как науки и практики управления финансами систематизировать процессы развития финансового менеджмента, проанализировать их преемственность (включая анализ объективных макроэкономических условий, предопределивших характер развития финансового менеджмента) и осуществить прогноз развития концептуального финансового менеджмента на период 2020–2040-х годов.

Методологическая основа и методическая база исследований

Методологическую основу исследования составили научные труды по финансовому менеджменту таких авторов, как Аварский Н.Д., Манюшис А.Ю., Погодина Т.В., Тебекин А.В., Юнусов Л.А. [34], Артеменко В.Г., Беллендир М.В. [36], Балабанов Т.И. [37], Белотелова Н.П., Шуляк П.Н. [38], Бережная Е.В., Бережной В.И., Бигдай О.Б. [39], Бланк И.А. [40], Брейли Р., Майерс С. [45], Бриггем Ю., Гапенски Л. [46], Боди З. [43], Большаков С.В. [44], Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. [47], Волков Д.Л. [49], Герасименко Г.П., Маркарьян Е.А. [50], Глухов В.В., Приступ Н.П., Рожков Ю.В., Останин В.А. [63], Евдокимова, Л.А. [52], Ковалев, В.В. [55], Колчина, Н.В. [56], Крейнина М.Н. [59], Савалей В.В. [65], Самсонов А.М. [66], Станиславчик Е.Н. [67], Стоун Д, Хитчинг К. [68], Теплова, Т.В. [83], Тренев, Н.Н. [85], Уткин Э.А. [87],

Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. [88], Шохин Е.И. [89], Шуляк П.Н. [90] и др.

Основные результаты исследований

Проведенные исследования показали, что авторы работ по финансовому менеджменту используют различные подходы к описанию процессов его развития.

Одни авторы ограничиваются рассмотрением научных школ финансового анализа, выделяя базовые направления их деятельности (табл. 1) [57].

Таблица 1

Научные школы финансового анализа и базовые направления их деятельности

№	Название школы	Наиболее яркие представители школы	Базовые направления деятельности исследователей в рамках школы
1	Школа эмпирических прагматиков (Empirical Pragmatists School)	Роберт Фоулк	Анализ финансовых показателей деятельности предприятия, включая показатели: оборотных средств, собственного оборотного капитала, краткосрочной кредиторской задолженности. Последующий расчет по данным бухгалтерской и финансовой отчетности аналитических коэффициентов
2	Школа статистического финансового анализа (Ratio Statisticians School)	Александр Уолл	Разработка нормативных значений показателей финансовой отчетности в разрезе отраслей, подотраслей, групп предприятий на основе статистических методов анализа и оценки
3	Школа мультивариантных аналитиков (Multivariate Modelers School)	Джеймс Блисс, Артур Винакор	Построение пирамидальной системы финансовых показателей и разработка на этой основе имитационных моделей финансового анализа
4	Школа аналитиков в сфере диагностики банкротства предприятий (Distress Predictors School)	Эдвард Альтман, Уильям Бивер	Проведение анализа финансовой устойчивости предприятий, сочетающего наряду с ретроспективным и текущим анализом элементы перспективного анализа, позволяющего прогнозировать вероятность банкротства предприятий
5	Школа аналитиков фондового рынка (Capital Marketers School)	Джордж Фостер	Рассмотрение состава материалов финансовой отчетности с позиций возможности и эффективности ее использования для прогнозирования уровня эффективности инвестирования на фондовых рынках.

Другие авторы при описании процессов развития финансового менеджмента как науки рассматривают более широкую палитру научных теорий (табл. 2) [51].

Научные теории финансового менеджмента

№	Название научной теории	Наиболее яркие представители	Основные идеи теории финансового менеджмента
1	Теория временной ценности денег (теория дисконтированного денежного потока), (Discounted Cash Flow, DCF)	Дж. Уильямс. М. Гордон	Вложенные деньги должны приносить процент, поэтому ценность сегодняшних денег выше, чем ценность той же суммы, получаемой в будущем
2	Теория оценки долгосрочных финансовых активов компании (Capital Assets Pricing Model, CAPM)	У. Шарп	Доходность финансов для любого вида рисковых активов представляет собой функцию четырех переменных, включая: уровень безрисковой доходности; средний уровень доходности рисковых активов, обращающихся на рынке; уровень доходности рассматриваемого рискового актива; коэффициент чувствительности рассматриваемого актива к изменениям рыночной доходности обращающихся рисковых активов
3	Портфельные теории активов	Г. Марковиц	Для управления эффективностью рисковых финансовых активов целесообразно формировать их портфель, нивелируя в общем (суммарном) риске его несистематическую (случайную) составляющую, и добиваясь: А) минимизации риска портфеля при заданной его доходности, ограниченной снизу; Б) максимальной доходности портфеля при заданном уровне риска, ограниченном сверху
4	Теория структуры капитала (The Cost of Capital Theory)	М. Миллер, Ф. Модильяни	Стоимость любой компании определяется исключительно её будущими доходами и не зависит от структуры её капитала (включая долю займов)
5	Теория эффективности рынков (Efficient Markets Hypothesis, ЕМН)	В. Мэлкайл, Ю. Фама.	На эффективном рынке невозможно получение сверхдоходов: «операции, совершаемые на эффективных рынках, имеют нулевой чистый приведённый эффект (доход) – ЧПД (Net Present Value (NPV))», в связи с чем для увеличения доходов компании необходимо вкладывать финансовые средства в инвестиционные проекты реального сектора экономики
6	Теория множества факторов производства	Ж.-Б. Сэй	При вложении финансовых средств компании необходимо учитывать, что стоимость (ценность) создаёт не только труд как фактор производства, но и другие его факторы – земля, капитал, предпринимательские способности и т.д.

№	Название научной теории	Наиболее яркие представители	Основные идеи теории финансового менеджмента
7	Теория опционов	Ф. Блэк, М. Шоулз	<p>Определяет теоретическую цену на опционы и утверждает, что если базовый актив торгуется на рынке, то цена опциона на него неявным образом уже устанавливается самим рынком. При этом базовым элементом определения стоимости опциона является ожидаемая волатильность базового актива. И наоборот – если известна стоимость опциона, то можно определить уровень ожидаемой на рынке волатильности базового актива.</p> <p>Благодаря использованию указанного принципа, модель опционов, построенная Блэком и Шоулзом в рамках данной теории, нашла применение для оценки любых производных финансовых активов (варрантов, конвертируемых ценных бумаг и т.д.), а также для оценки собственного капитала финансово зависимых компаний</p>
8	Финансовая теория «эффективного спроса»	Дж. М. Кейнс	<p>В качестве главного механизма регулирования государством национальной экономики, обеспечивающего «эффективный спрос» на товары и услуги, рассматривается бюджетная политика, налоги, как «встроенные стабилизаторы», которые выступают в качестве непосредственного инструмента регулирования спроса</p>
9	Антициклическая теория финансового менеджмента	А. Хансен, А. Оукен, Хеллер. У. Шульц, С. Харрис, Р. Лиидхольм, О. Экстайн и др.	<p>Согласно антициклической теории финансового менеджмента, правительство страны может демпфировать (по крайней мере, частично) влияние на экономику страны циклов экономической активности, регулируя:</p> <ul style="list-style-type: none"> – занятость населения с помощью продаж или покупок товаров и услуг, производимых в государственном секторе экономики; – финансовые потоки посредством предоставления денежных средств частным лицам или займа этих средств у них; – неравномерность социально-экономического положения граждан с помощью выплат субсидий одним лицам и взиманием налогов с других
10	Теория циклического балансирования	Э. Линдаль. Г. Мюрдаль, Б.	Предполагает отказ от ежегодного (краткосрочного) балансирования бюджета

№	Название научной теории	Наиболее яркие представители	Основные идеи теории финансового менеджмента
		Олин	и переход к его долгосрочному балансированию, соразмерного с длительностью экономического цикла, на основе адекватных во времени горизонтов прогнозирования
11	Теории «бюджетного накачивания», «компенсирующего бюджета», структурного бюджетного запаса, циклически нейтрального бюджета, встроенного бюджетного стабилизатора, комбинированных бюджетных действий и т.п.	Г. Кауфман, Ф. Неймарк, П. Самуэльсон, Р. Хансен, С. Харрис, А. Харрод, У. Шульц	Предполагают вариативность подходов к управлению бюджетом от дефицита до профицита бюджета, как основного механизма развития экономики. При этом увеличение государственных расходов, сопряженных с бюджетным дефицитом, создаваемым за счет государственного долга, рассматривается как одно из наиболее рациональных средств воздействия на экономику. При этом считается, что для обеспечения непрерывного устойчивого роста экономики страны ее бюджет должен иметь не циклический, а постоянный хронический дефицит
12	Неоклассическое направление финансовых теорий (новая классическая экономика)	А. Бернс, К. Джозеф, А. Лаффер, Г. Стайн, А. Уолтерс, М. Уэйденаум, М. Фридмен, Дж. Хау,	Чрезмерное вмешательство государства в экономику рассматривается как тормоз интенсификации и роста эффективности развития общественного производства
13	Посткейнсианские финансовые теории и концепции неоклассического синтеза	С. Вайнтрауб, Н. Калдор, Р. Клауэр, Х. Минский, Дж. Сорос, Дж. Робинсон, Г. Шэкл	Предполагают необходимость государственного финансового регулирования экономики, адекватной новой экономической и финансовой ситуации в мире.

Третьи авторы акцентируют внимание на назначении теорий, концепций и моделей финансового менеджмента, составляющих основу современных парадигм финансового менеджмента как науки и практики управления финансами (рис. 1) [53], (рис. 2) [33], (рис. 3) [48].

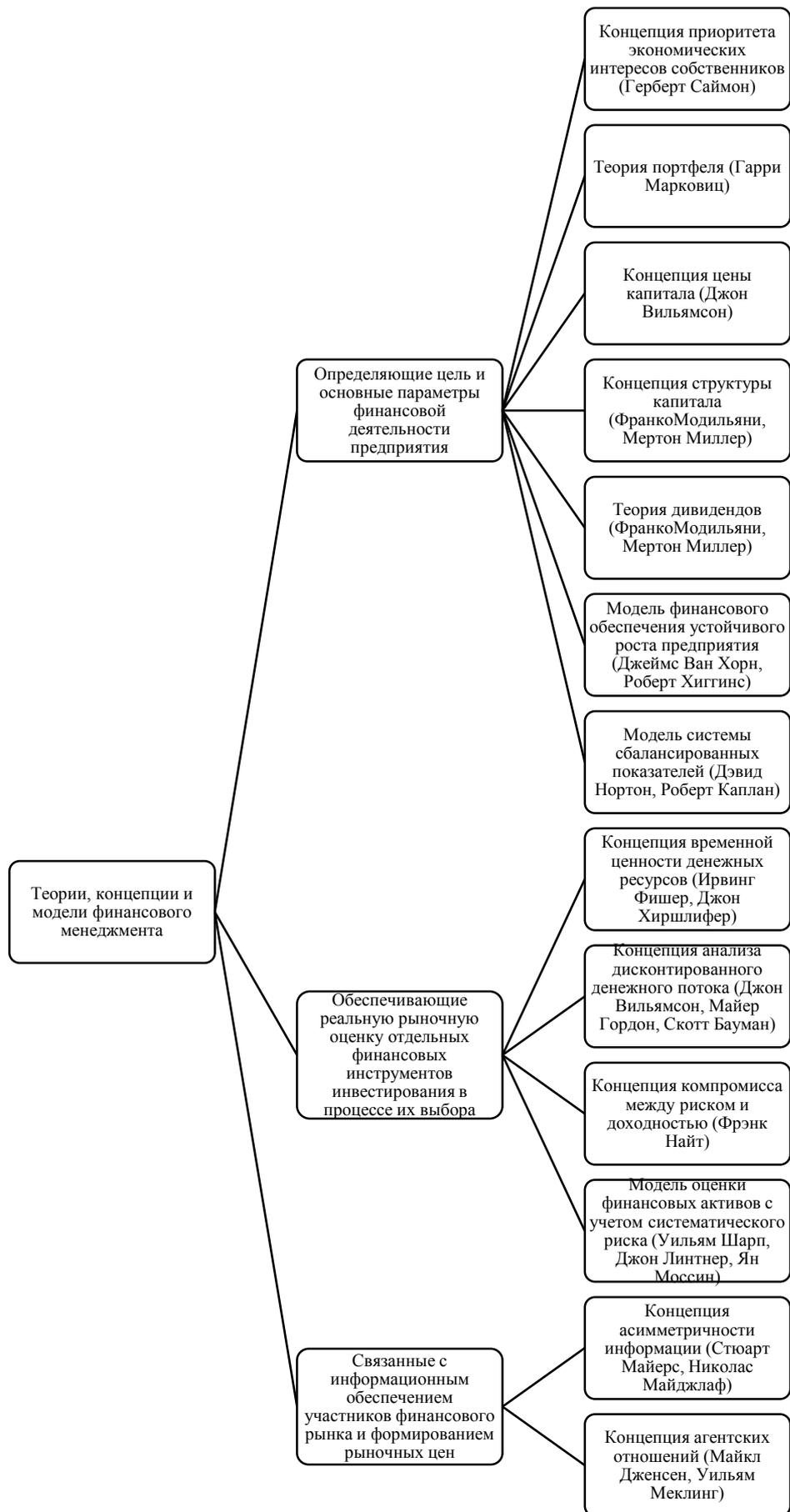


Рис. 1. Классификация теорий, концепций и моделей финансового менеджмента по назначению



Рис. 2. Основные направления эволюции финансового менеджмента

	Традиционные показатели				VBM-показатели	
					Периодические показатели создания богатства акционеров	Долгосрочное приращение богатства акционеров
Уровни необходимости учета долгосрочных перспектив бизнеса						6) Рост периодических показателей ее создания богатства акционеров (RE, EP; EVA; CVA; SVA; TSR; CFROI)
					5) Остаточная чистая прибыль (Residual Earnings – RE); Экономическая прибыль (Economic profit – EP); Добавленная экономическая стоимость (Economic value added – EVA); Добавленная денежная стоимость (Cash Value Added – CVA); Добавленная акционерная стоимость (Shareholder Value Added – SVA); Общая акционерная отдача (Total Shareholder Return – TSR); Денежная рентабельность инвестиций (cash flow return on investment CFROI)	
				4) Рост чистой прибыли (NP); Рост рентабельности активов (ROS); Рост рентабельности продаж (ROS)		
			3) Чистая прибыль (Net profit – NP); Чистый денежный поток (Net cash flow – NCF); Рентабельность активов (Return of assets – ROS); Рентабельность продаж (Return of sales – ROS)			
	1) Валовая прибыль (Gross profit – GP); операционная прибыль (Operating profit – OP); операционный денежный поток (Operating cash flow – OCF); рентабельность продаж (Return of sales – ROS);	2) Рост операционной прибыли (OP); Рост операционного денежного потока (OCF); Рост рентабельности продаж (ROS);				
Выживание	Самоокупаемость	Самофинансирование	Устойчивый рост	Создание стоимости	Обеспечение устойчивого роста стоимости	
Уровень роста стабильности и капиталоемкости бизнеса						

Рис. 3. «Лестница» финансовых целей и показателей результатов деятельности компании

Четвертые авторы, например [35], рассматривают эволюцию процессов развития финансового менеджмента в очень широком временном интервале, а точнее на всем интервале развития человечества (рис. 4).

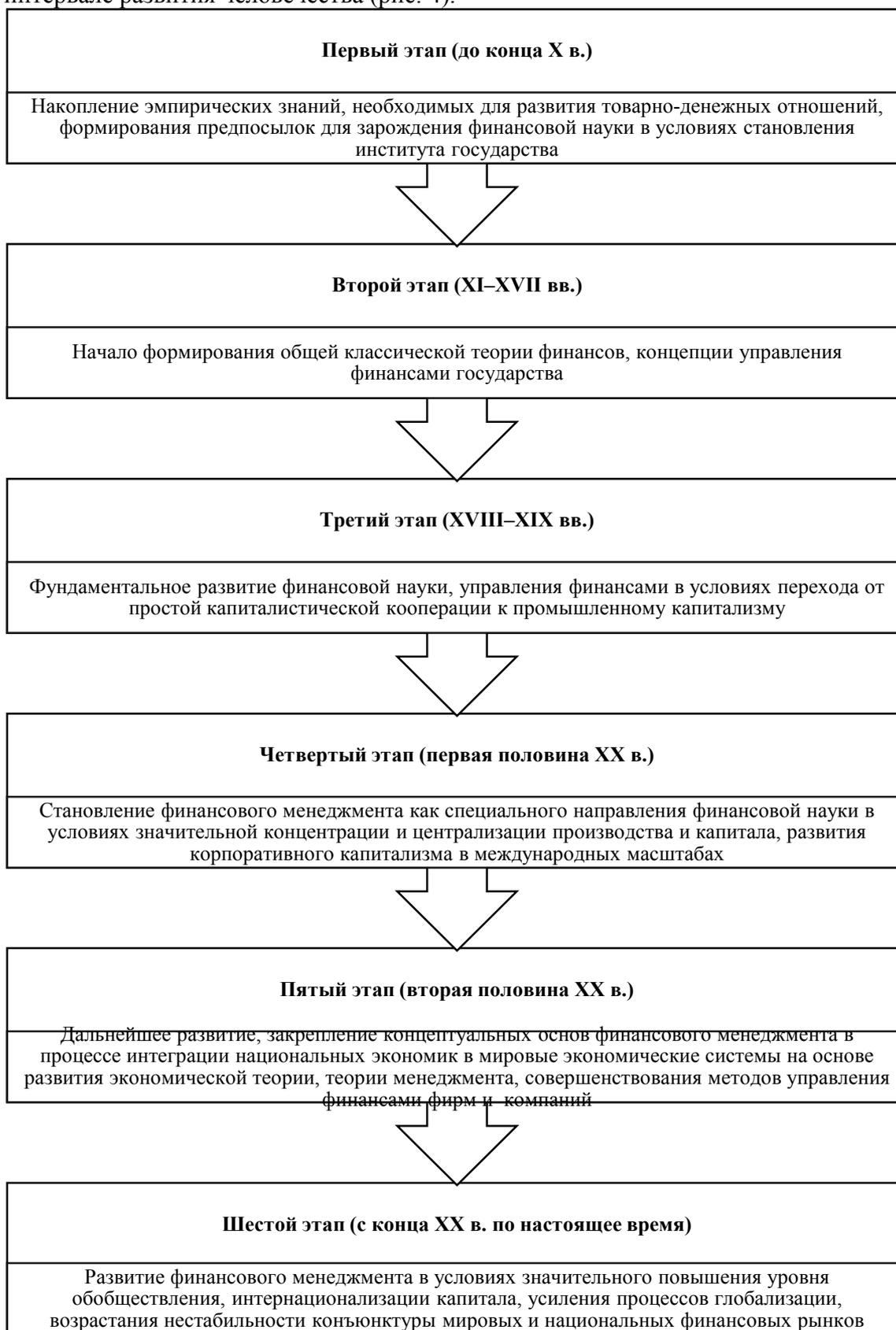


Рис. 4. Рассмотрение эволюции процессов развития финансового менеджмента в широком временном интервале

Пятые авторы – напротив – ограничиваются рассмотрением процессов развития теорий финансового менеджмента в XX в. (рис. 5).

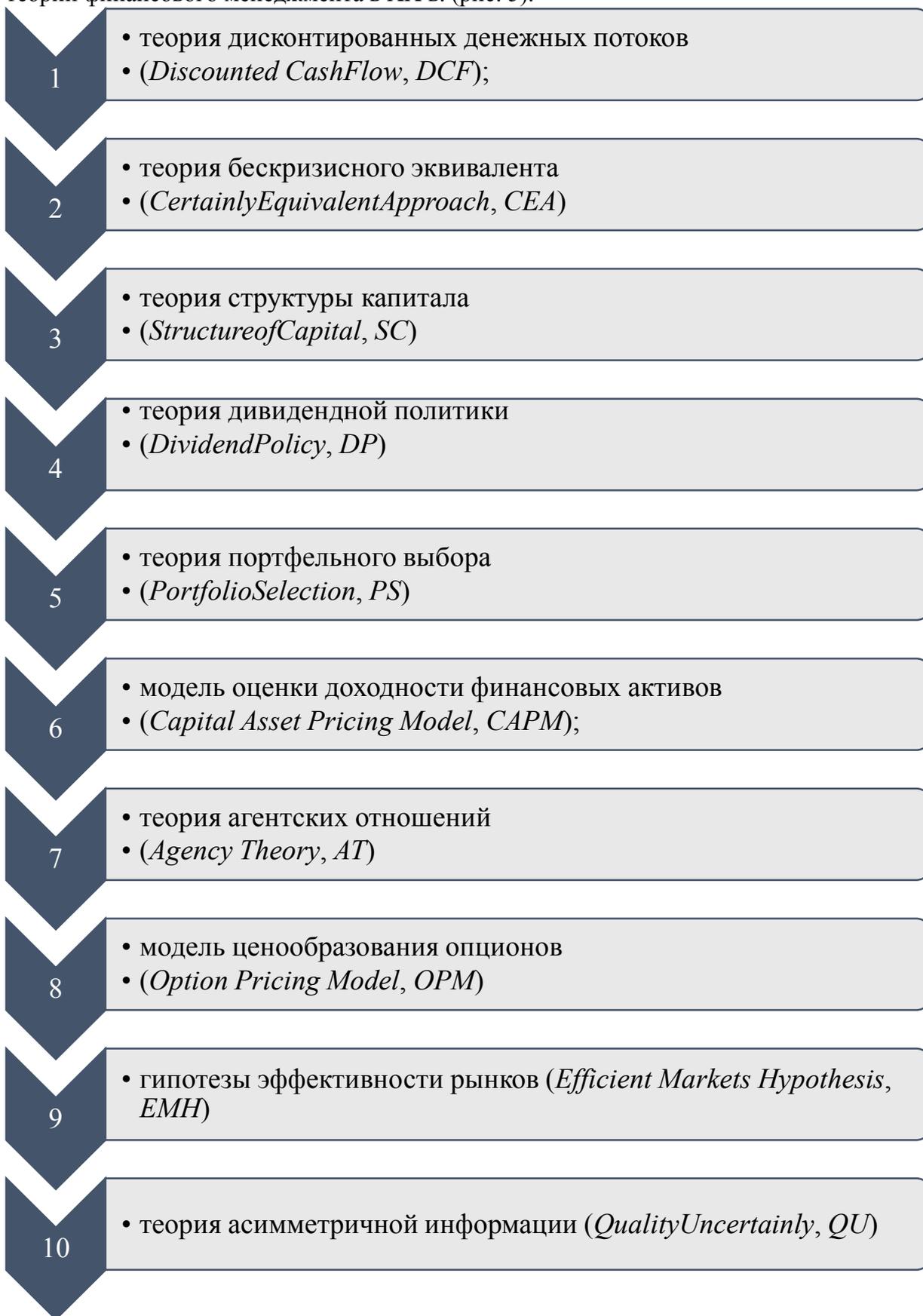


Рис. 5. Описание процессов развития теорий финансового менеджмента в XX в.

Анализ известных результатов исследования процессов развития финансового менеджмента показывает, что наряду с их разномасштабностью и разноформатностью в научной литературе, на наш взгляд, дальнейшего более детального изучения требуют вопросы эволюции концепций финансового менеджмента с точки зрения выявления закономерностей и преемственности их развития, в том числе в интересах прогнозирования процессов их дальнейшего развития.

Проведенные исследования позволили систематизировать этапы развития финансового менеджмента как науки и практики управления финансами в период с 1860-х по 2010-е годы, и показали следующее.

Выделение финансового менеджмента в самостоятельную научную дисциплину, по свидетельству известного американского специалиста в области финансового менеджмента Юджина Бриггема [3], произошло в 1860-е гг.

Именно этот период принято считать началом развития финансового менеджмента как самостоятельной, системной науки.

Существует точка зрения, что выделение финансового менеджмента в самостоятельную науку в 1860-е годы было обусловлено и простимулировано приближением мирового экономического кризиса 1870-х годов [79] (признаки которого в ряде ведущих стран мира проявлялись уже в 1860-е годы) [58].

Следует признать, что мировой экономический кризис 1870-х годов являлся глобальным кризисом, обусловленным сменой экономических укладов, схожим по своим масштабам с экономическими кризисами 1920-х, 1970-х годов и надвигающимся мировым экономическим кризисом 2020-х годов (табл. 3) [78].

Таблица 3

Периоды пиков и кризисов экономической активности в динамике развития технологических укладов

Годы	Фаза цикла экономической активности	Характеристика фазы цикла экономической активности
1770-е	Кризис	Переход от нулевого технологического уклада к первому
1795	Пик развития	Развитие текстильной промышленности и производства чугуна (первый ТУ)
1820	Кризис	Переход от первого технологического уклада ко второму
1845	Пик развития	Строительство железных дорог, развитие морского транспорта (второй ТУ)
1870	Кризис	Переход от второго технологического уклада к третьему
1895	Пик развития	Развитие электротехники, массовое внедрение электричества, радио; развитие автомобильной, авиационной и химической отраслей (третий ТУ)
1920	Кризис	Переход от третьего технологического уклада к четвертому
1945	Пик развития	Прорыв в атомной энергетике, ракетостроении, кибернетике (четвертый ТУ)
1970	Кризис	Переход от четвертого технологического уклада к пятому
1995	Пик развития	Развитие электроники, искусственного интеллекта, генной инженерии (пятый ТУ)
2020	Кризис	Переход от пятого технологического уклада к шестому
2045	Пик развития	Развитие нанотехнологий, энерго- и ресурсосберегающих технологий (шестой ТУ)
2070	Кризис	Переход от шестого технологического уклада к седьмому
2095	Пик развития	Развитие когнитивных технологий и других высоких

Годы	Фаза цикла экономической активности	Характеристика фазы цикла экономической активности
		технологий (седьмой ТУ)
2120	Кризис	Переход от седьмого технологического уклада к восьмому
2145	Пик развития	???

Очевидно, что в этот период возникла объективная необходимость в формировании финансового менеджмента как науки, призванной обосновать основы организации процессов управления финансами и эффективного их использования в условиях ограниченных объемов капитала предприятий, а также сформировать рациональные способы управления финансами по отдельным направлениям производственно-хозяйственной деятельности компаний [79].

Основными предпосылками выделения финансового менеджмента в самостоятельную научную дисциплину считаются [79]:

- практическая составляющая, проявившаяся в массовом характере экономического развития субъектов хозяйствования во второй половине XIX в., когда крупные предприятия стали испытывать острую необходимость в применении новых подходов к формированию и распределению финансовых ресурсов, организации финансовых подразделений и служб;

- теоретическая составляющая, выразившаяся в разработке теории управления финансами фирмы, включая: разработку общих основ анализа финансовой деятельности предприятий, создание инструментов эффективного управления финансированием производства, разработку механизмов финансовой мотивации персонала, управление дебиторской и кредиторской задолженностью, управление запасами ресурсов, определение источников и форм привлечения капитала в процессе развития действующих и создания новых фирм и компаний.

Следует отметить, что в начальный период становления финансового менеджмента как науки (в 1860–1880-е годы), благодаря усилиям представителей Школы статистического финансового анализа [79], к финансистам-практикам, в том числе представляющим Школу эмпирических прагматиков (см. табл. 1) пришло понимание того, что аналитические коэффициенты, рассчитанные по данным бухгалтерской и финансовой отчетности, полезны лишь в том случае, если существуют критерии с пороговыми (или интервальными) значениями которых можно сравнивать фактические значения финансовых коэффициентов деятельности предприятия.

1880–1900-е годы охарактеризовались созданием концептуальных основ финансового менеджмента, базирующихся на существовании несомненной связи частных коэффициентов, характеризующих финансовое состояние компании, и эффективности ее текущей производственно-хозяйственной деятельности в целом [79].

В 1900–1920-е годы расширение фирм путем создания открытых акционерных обществ с соответствующим привлечением дополнительного капитала за счет эмиссии ценных бумаг привело к развитию финансовых механизмов управления эффективностью процессов увеличения масштабов компаний [79]. Одновременно, наряду с проработкой правовых аспектов слияния, поглощения и делений компаний, осуществлялось совершенствование и финансовых инструментов реализации этих процедур.

В 1920–1930-е годы в период очередного глобального экономического кризиса (см. табл. 3) в финансовом менеджменте были сформированы схемы факторного анализа. В частности, внедрение модели Дюпон (от названия компании The DuPont System of Analysis), основанной на идее взаимосвязанных показателей А. Маршалла [41], позволило определять, за счёт каких факторов происходит изменение рентабельности деятельности

предприятия, например, в части использования собственного капитала – Return On Equity (ROE) (рис. 6).

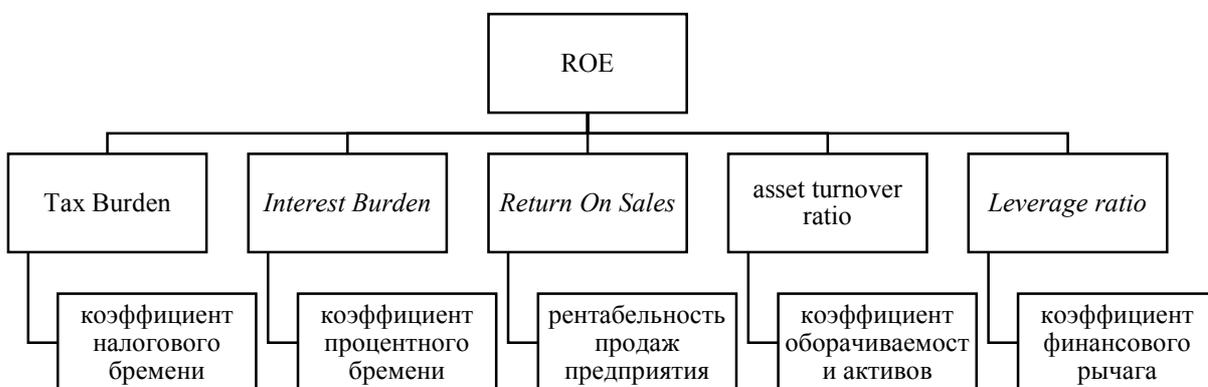


Рис. 6. Схема пятифакторной модели Дюпон

Использование в модели Дюпон принципа расширения позволило, вовлекая в расчет желаемое количество коэффициентов (математически сокращающихся до одного, состоящего из числителя первого коэффициента и знаменателя последнего), оценивать влияние каждого из них на искомый результат, как в статике, так и в динамике:

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Прибыль до налогообложения}} \cdot \frac{\text{Прибыль до налогообложения}}{\text{Прибыль до налогообложения и выплат}} \cdot \frac{\text{Прибыль до налогообложения и выплат} \%}{\text{Выручка}} \cdot \frac{\text{Активы}}{\text{Активы Собственный капитал}} \quad (1)$$

В свое время, внедрение такого подхода явилось своеобразной революцией в финансовом менеджменте.

Проблемы регулирования деятельности предприятий с помощью инструментов финансового менеджмента в кризисные 1920–1930-е годы нашли также отражение в концепции взаимосвязи уровня риска и доходности Фрэнка Найта [61], послужившей основой для дальнейшего развития подходов к управлению предпринимательскими рисками [75]. Согласно этой концепции, получение любого дохода в бизнесе практически всегда сопряжено с риском, и зависимость между ними прямо пропорциональная. В то же время возможны ситуации, когда максимизация дохода должна быть сопряжена с минимизацией риска.

1930–1940-е годы финансовый менеджмент развивался исходя из проблемы преодоления мирового экономического кризиса по пути поиска способов сохранения капитала, минимизации потерь и поддержания платежеспособности предприятий [79]. Этот период ознаменовался развитием методов диагностики банкротства, оценки финансового состояния предприятий посредством коэффициентного анализа [77]. В этот же период произошла унификация биржевых правил торговли финансовыми активами, а

также были обоснованы методологические основы управления денежными потоками. В частности, следует упомянуть разработку концепции анализа дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow Analysis Theory) Джоном Вильямсоном [32].

Тенденции развития финансового менеджмента в этот период наглядно демонстрируют названия правовых актов, принятых в США: Закон «О ценных бумагах» (1933 г.), Закон «О банках» (1933 г.), Закон «О фондовой бирже» (1934 г.), Закон «О холдинговых компаниях» (1935 г.), Закон «О банкротстве» (1938 г.). По сути это был фундамент современного государственного регулирования финансовой деятельности компаний, роль которого возрастает именно в кризисных ситуациях [79].

В 1940–1950-е годы развитие финансового менеджмента было направлено на создание инструментов, обеспечивающих повышение рентабельности предприятий [79], обусловленного одновременным ростом экономической активности в рамках четвертого технологического уклада (см. табл. 3) и ростом конкуренции в условиях увеличения насыщенности рынка [72].

1950–1960 гг. ознаменовались внедрением методов финансового анализа, экономико-математического моделирования и расширением использования компьютерной техники, обеспечившим качественное совершенствование возможностей применения инструментов финансового менеджмента [79]. В этот период были разработаны теоретические основы применения дисконтных методов для оценки эффективности инвестиционных проектов, моделей финансовых инвестиций, позволяющих положительно влиять на снижение степени риска. В этой связи необходимо упомянуть портфельную теорию Гарри Марковица «A Portfolio Selection», 1952 г. [17], Концепцию структуры капитала (Capital Structure Model) Франко Модильяни [42] и Мертона Миллера [19], 1958 г., Концепцию временной ценности денежных ресурсов (Time Value of Money Model) Джека Хиршлифера [10], 1958 г. При этом следует вести речь именно о распространении (внедрении) Концепции временной ценности денежных ресурсов в практику финансового менеджмента, поскольку, несмотря на ассоциацию этой концепции с именем Джека Хиршлифера, и более ранними работами Ирвинга Фишера [9], 1930, основы этой концепции были описаны и Мартином-де-Аспилькуэтой, 1566 [8], и Леонардо Фибоначчи [29], 1202, а по большому счету, неодинаковая стоимость денег во времени учитывалась при расчетах в практике хозяйственной деятельности еще до нашей эры [30].

Также в период 1950–1960 гг. в финансовом менеджменте были обоснованы типовые модели управления оборотным капиталом, направленные на более рациональное использование денежных ресурсов, материальных запасов и средств в расчетах [79].

В 1960–1970-е годы развитие финансового менеджмента было связано с совершенствованием инструментов поиска источников пополнения капитала и оптимизации его структуры [79]. В этот период стали активно применяться новые методы анализа имущества (активов) предприятия, с акцентированием внимания на операциях с ценными бумагами. В работах Маера Гордона [6] и Скотта Баумана [28] дальнейшее развитие получила концепция анализа дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow Analysis Theory). Говоря о развитии финансового менеджмента в этот период также необходимо упомянуть теорию дивидендов Модильяни-Миллера (1958 – 1963 гг.) [21, 22], доказывающую, что политика выплаты дивидендов не влияет на стоимость фирмы [20], а также модель оценки финансовых активов с учетом систематического риска (Capital Asset Pricing Model), связанную с именами Уильяма Шарпа [86] (1964 г.), Джона Линтнера [15] (1965 г.), Яна Моссина [11] (1966 г.).

В 1970–1980 гг. по мере уменьшения влияния государства на финансово-кредитные учреждения и образования крупных финансовых корпораций, призванных обслуживать отрасли экономики, в финансовом менеджменте значительно возрастает роль учета влияния мировых финансовых рынков, анализа происходящих на них процессов с учетом инфляции, с позиций принятия финансовых решений [79], осложненных глобальным

мировым экономическим кризисом (см. табл. 3). К этому периоду относится разработка модели оценки опционов (Option Pricing Model) Фишером Блэком и Майроном Скоулзом (1973 г.) [13], а также концепции агентских отношений (Теория принципала—агента) Майкла Дженсена и Уильяма Меклинга [12], 1976 г.

Кроме того, к этому периоду относится разработка теории арбитражного ценообразования (Arbitrage Pricing Theory, АРТ) С. Россом [26], 1976 г., явившейся альтернативой модели САРМ Шарпа – Линтнера – Мосина, утверждающей, что на доходность финансовых активов влияют не только факторы, характеризующие специальный риск, а множество макроэкономических факторов, и позволяющей моделировать ожидаемую доходность финансовых активов в виде линейной функции учитываемых макроэкономических факторов и рыночных индикаторов, в которой уровень чувствительности доходности к изменению каждого фактора выражается соответствующим бетта-коэффициентом [2]. Переход от модели Capital Asset Pricing Model 1960-х к модели Arbitrage Pricing Theory 1970-х объективно был обусловлен влиянием глобального мирового экономического кризиса (см. табл. 3).

В 1980–1990 гг. развитие финансового менеджмента характеризуется разработкой семейства финансовых инструментов, обусловленных процессами глобализации бизнеса, включая модели интегральной оценки эффективности компаний [79]. Развитие в этот период роста мировой экономической активности (см. табл. 3) привело по мере увеличения значения для мировой экономики транснациональных корпораций (ТНК), ставших к рубежу XX–XXI вв. основной экономической силой [82], привело к необходимости адекватного совершенствования технологий финансового менеджмента. К этому периоду относится разработка концепции асимметричности информации Стюарта Майерса и Николаса Майджлафа [23], 1984 г., и системы сбалансированных показателей (Balanced Scorecard –BSC) Дэвидом Нортоном и Робертом Капланом [54], 1990 г.

В этот период была внедрена в практику финансового менеджмента модель финансового обеспечения устойчивого роста предприятия (A Model of Optimal Growth Strategy), обоснованная Робертом Хиггинсом [7], 1977 г. и Джеймсом Ван Хорном [31], 1988 г. Модель финансового обеспечения устойчивого роста предприятия базируется на получении информации об объемах продаж предприятия при условии, что уровень издержек, объем используемого капитал, состав его источников и другие переменные остаются неизменными. При стратегии планирования финансовой деятельности предприятия базируется на экстраполяции данных прошлых периодов. Использование такой модели в целом возможно и целесообразно на предприятиях со стабильными темпами развития в ретроспективе и уверенных подобной динамике в перспективе. В силу относительно стабильного воздействия внешней экономической среды 1980–1990 гг. (см. табл. 3) использование модель финансового обеспечения устойчивого роста предприятия было оправданным. В целом следует отметить, что Model of Optimal Growth Strategy позволяет сбалансировать цели предприятия путем планирования продаж и, соответственно, объемов производства, переменных затрат, вложений в основной и оборотный капитал, рассчитать потребность во внешнем финансировании (заемных средствах), изыскивая их источники с учетом требования формирования рациональной структуры средств и условий их привлечения.

К периоду 1980-х годов также относится разработка А. Раппопортом концепции акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added, SVA) [25], позволяющей оценивать инвестиционную и финансовую стратегии компании с точки зрения их способности создавать акционерную стоимость, под которой понимается разница между стоимостью компании после реализации стратегии и общей ее стоимостью [33].

Дальнейшее развитие концепции SVA получило отражение в технологии управления стоимостью компании на основе концепции экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, EVA), разработанной Д. Штерном и Б. Стюартом [49],

и базирующейся на утверждении того, что норма доходности на вложенный капитал должна покрывать риски инвестора.

В 1990–2000 гг. развитие финансового менеджмента ознаменовалось введением многочисленных новшеств в методах и формах финансирования, кредитования предприятий, в технологиях аккумулирования капитала компаний и его расходования, а также в способах страхования предприятий от рискованных потерь, последствий усиливающейся конкуренции [79], под влиянием инновационных процессов в экономике, наглядно демонстрируемых моделью динамики рынка Н. Кано (рис. 7) [73], обосновывающей перманентную необходимость перманентного финансирования инновационных разработок в силу:

- вероятностного восприятия их рынком, с одной стороны (условный переход от инновационных к количественным характеристикам, рис. 7);
- морального устаревания инновационной продукции во времени (безусловный переход от количественных к обязательным характеристикам, рис.7).



Рис. 7. Модель динамики рынка Н. Кано

Усиление роли информационных технологий, в частности, и нематериальных активов, в целом, в 1990-е годы привело к дальнейшему развитию концепций оценки стоимостью компании, нивелирующих (хотя и частично) недостаток модели Economic Value Added, не учитывающей повышение роли нематериальных активов в оценке бизнеса. Появившаяся в этой связи модель EVO-Edwards-Bell-Ohlson Valuation Model Эдвада Ольсона [16], 1995, подразумевала оценку стоимости компании через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный денежный поток отклонений прибыли от средней ее величины по отрасли [33] (среднеотраслевого показателя). Таким образом, отличие концепции EVO от EVA определяется отказом от оценки на основе суммы акционерного и заемного капитала в пользу оценки лишь акционерного капитала.

В период 1990-х годов также получила развитие концепция рыночной добавленной стоимости (Market Value Added, MVA), Беннета Стюарта [5], 1991, утверждающая, что рост рыночной добавленной стоимости компании может быть достигнут за счет

превышения рентабельности используемого капитала над затратами на его привлечение. При этом рассчитываемый показатель представляет собой разницу между общей стоимостью фирмы и суммой задействованного собственного и заемного капитала. Таким образом, преимуществом модели MVA явилось выявление разницы между рыночной и балансовой стоимостью компании, отражающей факт и величину «добавления» рыночной стоимости фирмы, которая не отражается в финансовой отчетности, но учитывается участниками рынка.

В 1990-е годы под влиянием требований инвесторов постоянного роста стоимости фирмы, обусловленных высоким уровнем экономической активности на пике пятого технологического уклада (см. табл. 3) также была разработана концепция добавленной денежной стоимости (Cash Value Added, CVA), обоснованная сотрудниками компании Boston Consulting Group (BCG) в 1995–1996 гг. как альтернатива подходу к EVA [4], позволяющая оценить инвестированный капитал с точки зрения его влияния на рост стоимости фирмы в долгосрочной перспективе, рассчитываемой через денежные потоки за вычетом затрат, связанных со стоимостью привлеченного капитала, с учетом того, что выгоду от роста стоимости фирмы должны получать все участники, заинтересованные в финансовых и иных результатах ее деятельности.

Таким образом, расчет показателя CVA рассчитывается по той же схеме, что и EVA с той лишь разницей, что вместо скорректированной операционной прибыли (которая демонстрирует прибыль акционеров) учитывается денежный поток от операционной деятельности:

$$\text{CVA} = \text{Gross Cash Flow} - \text{Economic Depreciation} - \text{Capital Charge} (2).$$

Следовательно, денежная добавленная стоимость (CVA) как показатель прибыльности бизнеса, определяемый как объем генерируемой бизнесом прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов и начисленной амортизации EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization), за вычетом налога и требуемой доходности, где последняя представляет собой аннуитет, основанный на цене покупки активов, используемых в бизнесе, завышенной до сегодняшней стоимости денег, средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted average cost of capital) и экономическом сроке службы активов.

В отличие от бухгалтерского показателя прибыльности предприятия EBIT (Earnings Before Interest Tax), рассчитываемой как разность между доходами и операционными расходами, либо как сумма прибыли (убытка) до налогообложения и процентов к уплате, CVA является экономическим показателем, демонстрирующим, что компания должна иметь финансовую способность (возможность) покрыть и операционные затраты, и стоимость капитала.

При этом CVA по сравнению с EVA элиминирует проблему бухгалтерского учета расходов на амортизацию. А эта проблема объективна, поскольку «с ускорением научно-технического прогресса и сокращением жизненного цикла продукции и технологий принципиальную трансформацию претерпевает амортизация как экономическая категория, что обусловлено моральным износом средств производства в современном обществе, существенно опережающим в большинстве случаев их физический износ» [74].

Зависимость точности показателей оценки эффективности финансовой деятельности предприятий от их сложности представлена на рис. 8 [14].

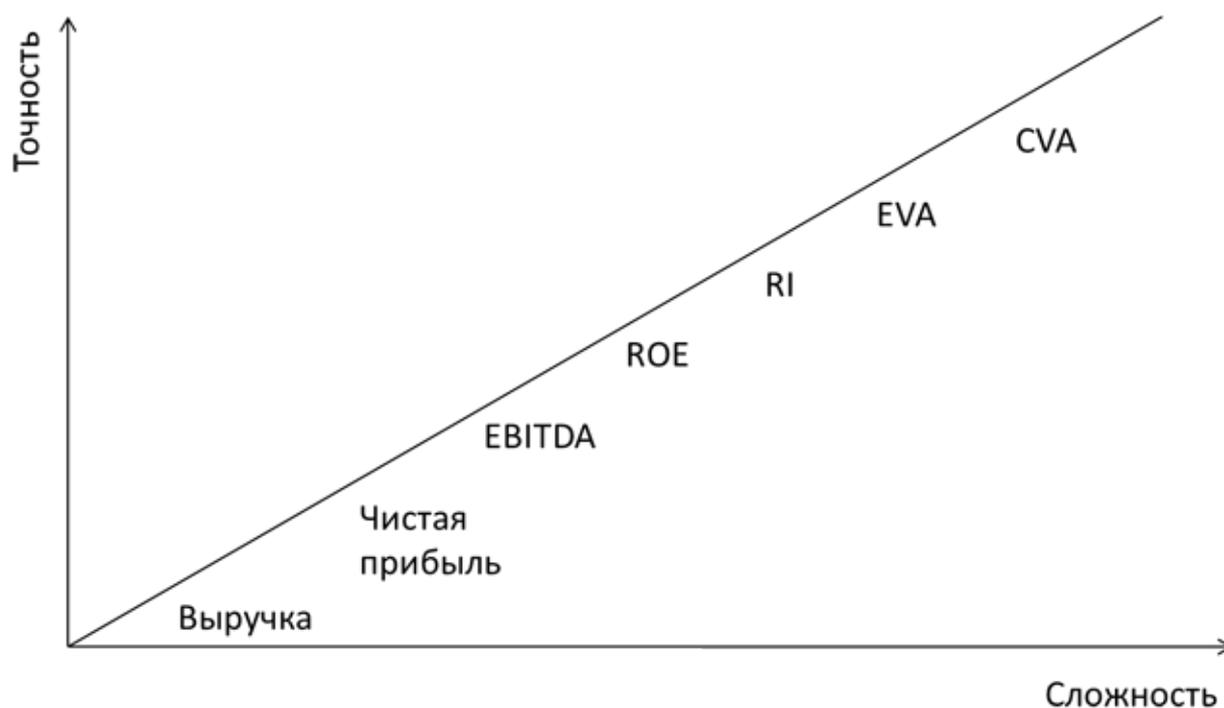


Рис. 8. Зависимость точности показателей оценки эффективности финансовой деятельности предприятий от их сложности

Еще одним значимым концептуальным подходом финансового менеджмента 1990-х годов явилась модель оценки Cash Flow Return on Investment (CFROI), базирующаяся на утверждении того, что фондовый рынок устанавливают цены, рассчитанные на основе денежного потока, а не на основе корпоративных показателей и прибыли, показанной компанией [1]. При этом показатель CFROI рассчитывается как отношение скорректированных денежных притоков в текущих ценах (cash in) к скорректированным денежным оттокам, взятым также в текущих ценах (cash out).

Таким образом, показатель CFROI по сравнению с EVA обеспечивает преимущество, связанное с учетом инфляции как при оценке денежных потоков, генерируемых существующими и будущими активами, так и первоначальными инвестициями, выражаемыми в текущих ценах.

Важное значение для развития финансового менеджмента всей третьей четверти XX в. – создание и развитие концепции управления, нацеленной на создание стоимости – VBS (Value-Based Management), нацеленной в конечном итоге на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости, когда из всего множества альтернативных целевых функций выбирается максимизация стоимости компании, определяемой в свою очередь дисконтированием будущих денежных потоков. При этом новая стоимость создается лишь тогда, когда компании получают такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала.

Классификация VBM-показателей по базам исходной информации и группам результатов оценки приведена на рис. 9 [48].

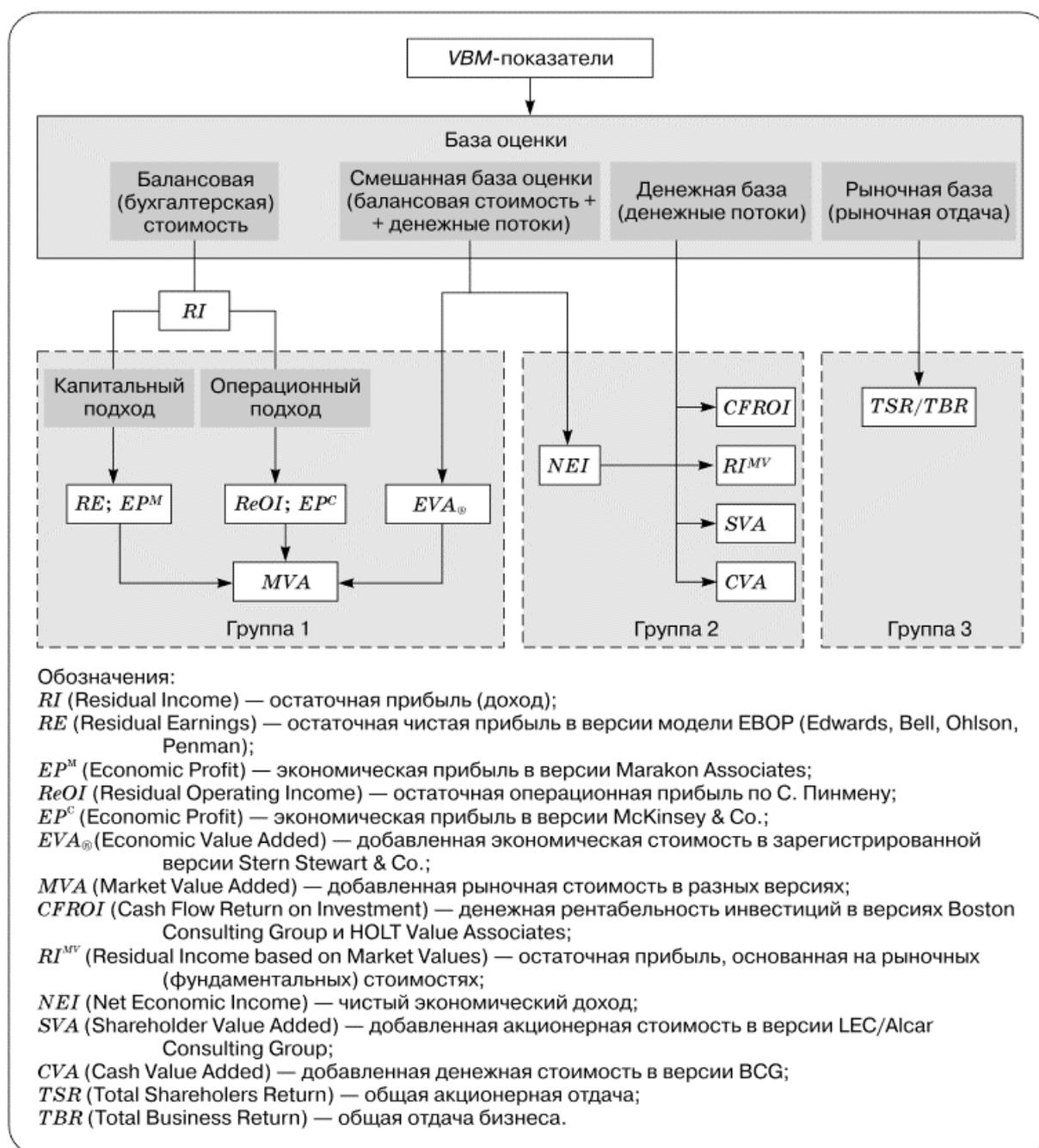


Рис. 9. Классификация VBM-показателей по базам исходной информации и группам результатов оценки деятельности компании, основанным на: бухгалтерских (балансовых) оценках и показателях (группа 1); оценках денежных потоков (группа 2); непосредственных рыночных оценках (группа 3)

В 2000–2010 гг. в условиях начала глобального экономического спада, замедление темпов развития рынка привело к развитию механизмов оптимизации использования финансовых ресурсов [79]. В этой связи уместно вспомнить основы теории оптимальных механизмов распределения ресурсов, за разработку которых в 2007 г. Л. Гурвич, Э. Мэскин, Р. Майерсон получили Нобелевскую премию в области экономики.

Принципиальное значение для развития финансового менеджмента в этот период имела разработка концепции, основанной на методе оценки всего задействованного капитала компании, включая его нематериальную часть – RAVE (Real Asset Value Enhancer), разработанная Р. Страком и У. Виллисом [24], и ее последующие модификации,

например, EcRAVE (Economic Real Assets Value Enhancer) [62], базирующаяся на трех «китах»: человеческий капитал, потребительский капитал и капитал поставщика (рис. 10).

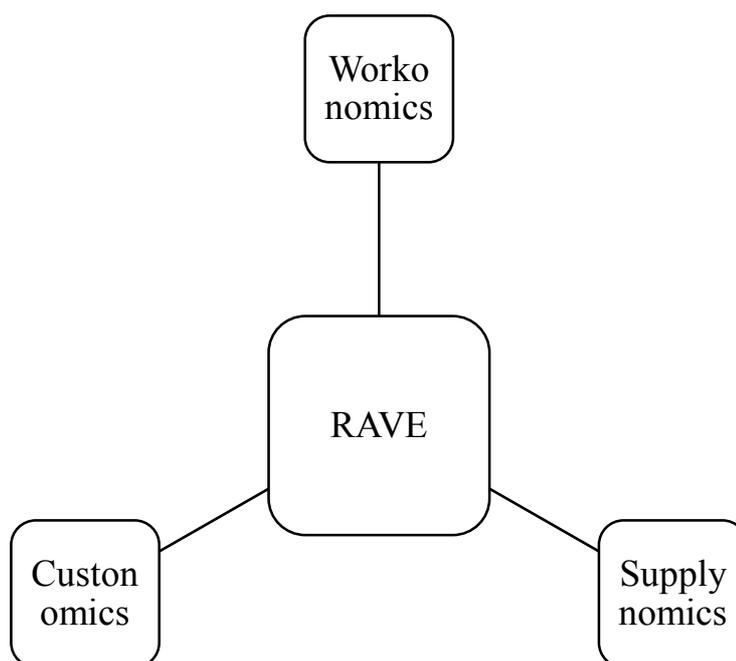


Рис. 10. Подходы к управлению основными составляющими капитала компании, используемые в методе RAVE

Повышение роли человеческого капитала, учитываемого в RAVE при управлении всем капиталом компании, явилось объективной реальностью для постиндустриальной экономики, где многократно возросла роль не только человеческого капитала в целом, но и интеллектуального капитала, в частности [76].

Важное значение для развития финансового менеджмента в период 2000–2010-х годов сыграла разработанная компанией McKinsey гексаграмма структурной перестройки компании [84], представленная на рис. 11.



Рис. 11. Гексаграмма структурной перестройки компании, разработанная компанией McKinsey

Представленная гексаграмма (рис. 11) позволяет менеджерам компании оценить самим и продемонстрировать акционерам какой дополнительной (прибавочной) стоимости компании можно ожидать в результате внедрения системы управления стоимостью компании.

Таким образом, гексаграмма McKinsey позволяет количественно измерить эффективность рычагов создания стоимости компании на основе:

- обмена информацией с инвесторами;
- реализации внутренних улучшений;
- объединения структурных подразделений;
- оценки перспектив роста (как автономного органического, так и синтетического – через слияния и поглощения);
- финансового конструирования процессов развития;
- и т.д.

В период 2010–2020 гг. развитие финансового менеджмента характеризуется использованием достижений бурного развития информационных технологий при решении задач финансового менеджмента [79]. В частности, уместно вспомнить создание методов эмпирического анализа изменения цены активов (Нобелевская премия в области экономики 2013 г. Ю. Фама, Л. Хансен, Р. Шиллер). Хотя следует признать, что технологии реализации процессов присуждения Нобелевской премии, характеризующиеся инерционностью во времени и известной ангажированностью (например, за 20 лет XXI в. из сорока Нобелевских лауреатов в области экономики тридцать пять представляют одну страну), не позволяют использовать информацию о Нобелевских премиях в области

экономики в качестве эффективного инструмента развития финансового менеджмента, во всяком случае, в реальном масштабе времени.

В этой связи следует отметить большое влияние на развитие финансовых технологий цифровой экономики, включая: технологии реплицированных распределенных баз данных [60] (в частности, блокчейна [18]), криптовалюты [27] как разновидность цифровой валюты и т.д.

Наряду с очевидными достоинствами упомянутых перспективных финансовых технологий цифровой экономики, нельзя не отметить, что их нематериальный характер приводит к существенным погрешностям в оценке их стоимости, что может вполне привести к уже имевшим место проблемам оценки стоимости интернет-компаний (доткомов) в 2000-м г. [64], когда на несколько лет было подорвано доверие рынка к высокотехнологичным компаниям в целом [69]. Более того, не исключено, что в определенный момент развития мировой экономики именно неадекватная переоцененность цифровых валют может стать одной из причин мирового финансового кризиса [69].

В 2020-е годы, согласно выполненным прогнозным оценкам, развитие финансового менеджмента будет определяться дальнейшим совершенствованием финансовых технологий цифровой экономики, призванных сократить операционные издержки (вплоть до исхода специальности бухгалтерский учет как профессии), повысить надежность осуществления процессов финансового менеджмента, решить ряд других значимых задач управления финансами.

Одновременно в 2020-е годы в связи с мировым экономическим кризисом, обусловленным переходом от пятого технологического уклада к шестому (см. табл. 3), в финансовом менеджменте ожидается совершенствование инструментов рационализации использования финансовых ресурсов в условиях их дефицита, а также дальнейшее развитие технологий антикризисного управления, основанных на нейросетевых и комбинированных моделях диагностики и предотвращения (предвосхищения) банкротства [70]. Следует отметить, что эта тенденция развития концепций финансового менеджмента в полной мере соответствует прогнозируемой на этот период концепции комбинаторного подхода к управлению в менеджменте организации [80].

В 2030-е годы после преодоления мирового экономического кризиса (см. табл. 3) ожидается рост роли человеческого капитала в экономике [71]. Соответственно, в финансовом менеджменте ожидается совершенствование инструментов учета стоимости человеческого капитала и повышения эффективности управления им в рамках управления капиталом компании.

В результате проведенных исследований была осуществлена синхронизация концепций развития менеджмента организации [81] и концепций развития финансового менеджмента [79] (табл. 4).

Таблица 4

Основные вехи развития современного финансового менеджмента и современного менеджмента организации с 1860-х по 2030-е годы

Период	Менеджмент	Финансовый менеджмент
1860 – 1880-е	Использование организационных схем для демонстрации структур управления. Применение схем систематического управления (Даниэль К. Мак Каллум)	Школа статистического финансового анализа (Ratio Statisticians School)
1880 – 1900-е	Наука управления выделилась в самостоятельную дисциплину и получила название «менеджмент»	Школа мультивариантных аналитиков (Multivariate Modellers School)

Период	Менеджмент	Финансовый менеджмент
1900 – 1920 гг.	Концепция научного управления	Финансовые механизмы увеличения масштабов компаний
1920 – 1930 гг.	Концепция административного управления	Развитие схем факторного анализа эффективности деятельности предприятия
1930 – 1940 гг.	Концепция управления с позиций психологии и человеческих отношений	Развитие финансовых инструментов сохранения бизнеса
1940 – 1950 гг.	Концепция эмпирического (прагматического) управления	Методы улучшения управления активами
1950 – 1960 гг.	Концепция системного подхода к управлению	Внедрение методов повышения уровня финансового планирования и прогнозирования, управления запасами и т.д.
1960 – 1970 гг.	Концепция поведенческого подхода к управлению	Развитие теории портфеля ценных бумаг и теории оптимизации методов финансирования
1970 – 1980 гг.	Концепция ситуационного подхода к управлению	Расширение масштабов финансового анализа
1980 – 1990 гг.	Концепция культуры управления	Разработка концепций управления стоимостью компании
1990 – 2000 гг.	Концепция инновационного подхода к управлению	Развитие инновационных технологий финансового менеджмента
2000 – 2010 гг.	Концепция управления по целям	Разработка механизмов оптимизации использования финансовых ресурсов в условиях замедления роста рынка
2010 – 2020 гг.	Концепция информационных технологий	Развитие информационной базы финансового менеджмента
2020 – 2030 гг.	Концепция комбинаторного подхода к управлению	Совершенствование финансовых технологий цифровой экономики, совершенствование инструментов рационализации использования финансовых ресурсов в условиях их дефицита, дальнейшее развитие технологий антикризисного управления, основанных на нейросетевых и комбинированных моделях диагностики и предотвращения (предвосхищения) банкротства
2030 – 2040 гг.	Концепция управления человеческим капиталом	Совершенствование инструментов учета стоимости человеческого капитала и повышения эффективности управления им в рамках управления капитала компании.

Разумеется, авторы не рассматривают представленные в табл. 4 основные вехи развития современного финансового менеджмента единственно возможными с точки зрения периодизации концепций финансового менеджмента. В то же время представленные исследования закономерностей развития концепций финансового менеджмента с учетом их синхронизации с концепциями развития менеджмента организации и прогноза на 2020 – 2030-е годы можно считать на сегодняшний день наиболее полными. Представленные исследования могут служить базой для дальнейшего изучения процессов развития финансового менеджмента.

Выводы

Таким образом, на основе проведенных аналитических исследований были систематизированы основные этапы развития финансового менеджмента как науки и практики управления финансами в период с 1860 г. по 2020-е гг. Обоснованы закономерности развития концепций финансового менеджмента в соответствии с динамикой развития технологических укладов в рамках больших циклов экономической активности Н.Д. Кондратьева. Показана преемственность процессов развития финансового менеджмента. Представлены результаты синхронизации этапов развития концепций менеджмента организации и финансового менеджмента. Впервые представлен прогноз концептуального развития финансового менеджмента на период 2020 – 2040-х годов.

Литература

1. Bartley Madden (15 February 1999). CFROI Valuation. Elsevier.
2. Burmeister, Edwin; Wall, Kent D. The arbitrage pricing theory and macroeconomic factor measures. // *Financial Review* : newspaper. — 1986. — Vol. 21, no. 1. — P. 1—20.
3. Eugene F. Brigham, Joel F. Houston. *Fundamentals of Financial Management, Concise Edition (with Thomson ONE - Business School Edition)*. 2011.
4. Fredrik Weissenrieder. *Economic Value Added or Cash Value Added?* Department of Economics Gothenburg University and Consultant within Value Based Management Anelda AB.
5. G. Bennett Stewart III, *The Quest for Value* (Harper Collins, 1991).
6. Gordon M. J. *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, Ill.: Irwin, 1962.
7. Higgins R. C. 1977. How much growth can a firm afford? *Financial Management* 6 (3): 7–16.
8. Hutchinson, Marjorie (1952). *The School of Salamanca; Readings in Spanish Monetary Theory, 1544-1605*. Oxford: Clarendon.
9. Irving Fisher. *The Theory of Interest*, 1930.
10. Jack Hirshleifer. *Investment, Interest and Capital*, 1970.
11. Jan Mossin. "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, 34, 1966, pp. 768–783.
12. Jensen M., Meckling W. *Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* // *Journal of Financial Economics*. — 1976. — C. USA.
13. John C. Hull. Chapter 15. The Black–Scholes–Merton model // *Options, Futures, and Other Derivatives*. — 10. — Pearson, 2017. — P. 319-351. — 868 p.
14. Knight J. 1998. *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*. McGraw Hill: N. Y.
15. Lintner, John Virgil (1983). *The Potential Role of Managed Commodity-financial Futures Accounts (and/or Funds) in Portfolios of Stocks and Bonds*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
16. Liu J., Ohlson J.A. *The Faltham-Ohlson (1995) Model: Empirical Implications* Anderson School of Management, U.C.L.A., Los Angeles, Stern School of Business, N.Y.U., New York, 1999
17. Markowitz, H.M. (March 1952). "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*. 7 (1): 77–91.
18. Melanie Swan. *Blockchain: Blueprint for a New Economy*. — O'Reilly Media, Inc., 2015. — 152 c.
19. Merton H. Miller. *The Concise Encyclopedia of Economics*. Library of Economics and Liberty (2nd ed.). Liberty Fund. 2008.
20. Miller M. H., Modigliani F. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares* // *Journ. Business*. 1961. Oct. P. 411—433.

21. Modigliani F., Miller M. H. Taxes and the Cost of Capital: A Correction // Ibid. 1963. June. P. 433—443.
22. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. June. P. 261—297;
23. Myers S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. Myers, N. Majluf // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. P. 187-221.
24. Rainer Strack, Ulrich Villis: „RAVE: Integrated Value Management for Customer, Human, Supplier and Invested Capital“, European Management Journal, 20 (2), Seite 158, April 2002.
25. Rappaport A. (1986). Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. Free Press: N.Y.
26. Ross, Stephen. The arbitrage theory of capital asset pricing (англ.) // Journal of Economic Theory: journal. — 1976. — Vol. 13, no. 3. — P. 341—360.
27. Satoshi Nakamoto. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. — 2008. — 9 с.
28. Scott Bauman. Investment Returns and Present Value, 1969 г.
29. Sigler, L. E. Fibonacci's Liber Abaci, Leonardo Pisano's Book of Calculations" Springer. New York, 2002.
30. Time value of money. https://en.wikipedia.org/wiki/Time_value_of_money
31. Van Home, James C, "Sustainable Growth Modelling", Journal of Corporate Finance 1 (Winter 1988), p. 19-25.
32. Williams J. B. The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass., 1938.
33. Абаева Н.П., Шигаева Е.В. Развитие концепции финансового менеджмента. // Финансы и кредит. — 2013. — №47(575). — С. 25–28.
34. Аварский Н.Д., Манюшиц А.Ю., Погодина Т.В., Тебекин А.В., Юнусов Л.А. Финансово-экономическое обеспечение инновационных процессов в территориальных кластерах: зарубежный и российский опыт // Экономика сельского хозяйства России. — 2016. — № 1. — С. 86–96.
35. Аксенов Е.П. Финансовый менеджмент: закономерности, этапы развития. "Финансовый менеджмент". — №1. — 2011.
36. Артеменко В.Г., Беллендир М.В. Финансовый анализ. — Москва: Дело-Сервис, 2008. — 152 с.
37. Балабанов Т.И. Основы финансового менеджмента: Учебное пособие. — 3-е изд., доп. и перераб. — Москва: Финансы и статистика, 2018. — 526 с.
38. Белотелова Н.П., Шуляк П.Н. Финансы: Учебное пособие — Москва: Дашков и К, 2019. — 608 с.
39. Бережная Е.В., Бережной В.И., Бигдай О.Б. Управление финансовой деятельностью предприятий (организаций): Учебное пособие. — Инфра-М, 2020. — 336 с.
40. Бланк И.А. Управление финансовыми ресурсами. — Москва: Омега-Л, 2019. — 768 с.
41. Блауг М. Маршаллианская экономическая теория // Экономическая мысль в ретроспективе = Economic Theory in Retrospect. — Москва: Дело, 1994. — С. 306–394. — XVII, 627 с.
42. Блауг М. Модильяни, Франко // 100 великих экономистов после Кейнса = Great Economists since Keynes: An introduction to the lives & works of one hundred great economists of the past. — Санкт-Петербург: Экономикус, 2009. — С. 203-206. — 384 с.
43. Боди, З. Финансы: Учебное пособие. Пер. с англ. — Киев: Вильямс, 2018. — 584 с.
44. Большаков С.В. Основы управления финансами: Учебное пособие. — Москва: ФБК-Пресс, 2019. — 365 с.
45. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. — Москва: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2008. — 1008 с.
46. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент / Пер. с англ. В.В. Ковалева. — Санкт-Петербург: Экон. шк., 2009. — 668 с.

47. *Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М.* Основы финансового менеджмента. – Москва: Вильямс, 2019. – 627 с.
48. *Волков Д.Л.* Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании / Российский журнал менеджмента. – Т. 3. – № 2. – 2005. – С. 3–42.
49. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. – Санкт-Петербург: Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. – 320 с.
50. *Герасименко Г.П., Маркарьян Е.А.* Финансовый анализ. 9-е изд. – Москва: КноРус, 2017. – 190 с.
51. *Глухов В.В.* Финансы. <https://present5.com/finansy-dalnevostochnyj-federalnyj-universitet-shkola-ekonomiki-i-menedzhmenta/>
52. *Евдокимова Л.А.* Финансовый менеджмент: Учебник. – Москва: МГИУ, 2019. – 216 с.
53. *Жданов В., Жданов И.* Базовые концепции финансового менеджмента. <http://www.beintrend.ru/2010-06-10-19-03-48>
54. *Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П.* Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Пер. с англ. – Москва: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2003. – 304 с.
55. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. – Москва: Финансы и статистика, 2019. – 768 с.
56. *Колчина, Н.В.* Финансы предприятий: Учебник для вузов / Под ред. Н.В. Колчиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2019. – 447 с.
57. *Конвисаров А.Г., Даниловских Т.Е.* Российский и зарубежный подходы к анализу финансового состояния предприятия. // Материалы VII Международной студенческой научной конференции «Студенческий научный форум». – 2015. <http://scienceforum.ru/2015/article/2015013806>.
58. *Конотопов М.В., Сметанин С.И., Тебекин А.В.* Экономическая история. Учебник для бакалавров / Москва, 2019. Сер. 58 Бакалавр. Академический курс (12-е изд.).
59. *Крейнина М.Н.* Финансовое состояние предприятия: методы оценки. – М.: ИКЦ «ДИС», 2017. – 224 с.
60. *М. Тамер Оззу, П. Валдуриз.* Распределенные и параллельные системы баз данных // Системы управления базами данных, № 04, 1996.
61. *Найт Ф.Х.* Риск, неопределенность и прибыль / Пер. с англ. – Москва: Дело, 2003. – 360 с.
62. *Осколкова М.А.* Интеллектуальный капитал в оценке инвестиционной привлекательности компаний. // Управление корпоративными финансами. – 2012. – №6(54). – С. 344–355.
63. Основы теории и методологии финансов: учебное пособие / В.В. Глухов, В.А. Останин, Н.П. Приступ, Рожков Ю.В. под общей редакцией д.э.н., проф. Останина В.А.: Издательство Дальневосточного федерального университета, 2013. – 100 с.
64. Пузырь NASDAQ. «Коммерсантъ», 28.02.2008.
65. *Савалей В.В.* Стратегия и тактика финансового менеджмента: учеб.- практ. пособие – Владивосток: Изд-во ДВГАЭУ, 2004 – 188 с.
66. *Самсонов А.М.* Финансовый менеджмент. – Москва: Финансы и статистика, 2014. – 514 с.
67. *Станиславчик Е.Н.* Основы финансового менеджмента. – Москва: Ось, 2001.
68. *Стоун Д, Хитчинг К.* Бухгалтерский учет и финансовый анализ. Подготовительный курс. – 2004. – 304 с.
69. *Тебекин А.В.* Анализ трансформации содержания понятия "деньги" с момента издания первого тома "Капитала" К. Маркса. // Журнал экономических исследований. – 2018. – Т. 4. – № 10. – С. 1–9.

70. *Тебекин А.В.* Выделение классов методов принятия управленческих решений в условиях антикризисного управления. // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2019. – № 2 (46). – С. 304–319.
71. *Тебекин А.В.* К вопросу о формировании концепции менеджмента 2030-х гг. Вестник Московской Финансово-Юридической Академии. – № 2. – 2019. – С. 168–176.
72. *Тебекин А.В.* Мировые тенденции и национальные перспективы развития маркетинга и логистики как прикладных сфер управления // Управленческие науки в современном мире. – 2015. – Т. II. – № 1. – С. 375–380.
73. *Тебекин А.В.* Модель удовлетворенности потребителя Н. Кано как основа развития концепции инновационного подхода к управлению в 1990-е годы. // Стратегии бизнеса. – 2019. – № 7 (63). – С. 21–27.
74. *Тебекин А.В.* О современных тенденциях развития социально-экономических и политических отношений сквозь призму первого тома «Капитала» К. Маркса. // Маркетинг и логистика. – №3(11). – 2017.
75. *Тебекин А.В.* Принятие управленческих решений в условиях риска. Москва, 2018.
76. *Тебекин А.В.* Проблемы управления процессами создания интеллектуального капитала в постиндустриальной экономике. // Журнал исследований по управлению. – 2017. – Т. 3. – № 4. – С. 25–30.
77. *Тебекин А.В.* Сравнительная оценка количественных и качественных методов принятия управленческих решений в условиях антикризисного управления. // Вестник Тверского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2019. – № 3 (47). – С. 221–231.
78. *Тебекин А.В.* Стратегический менеджмент. Учебник / Москва, 2019. Сер. 68 Профессиональное образование (2-е изд., пер. и доп.).
79. *Тебекин А.В.* Теория менеджмента: учебник. – Москва: Кнорус, 2016. – 696 с.
80. *Тебекин А.В.* Формирование концепции управления (менеджмента) 2020-х годов. // Академический вестник Ростовского филиала Российской таможенной академии. – 2018. – № 1 (30). – С. 64–68.
81. *Тебекин А.В.* Эволюция концепций менеджмента организации. В сборнике: Актуальные проблемы развития экономики в современных условиях. Материалы международной научно-практической конференции. – 2018. – С. 423–429.
82. *Тебекин А.В., Бозров А.Р.* Анализ влияния процессов глобализации мировой экономики на структурные сдвиги в комплексах внутрихозяйственной инвестиционной деятельности ТНК. В сборнике: Тенденции и перспективы развития социотехнической среды Материалы международной научно-практической конференции. Негосударственное образовательное учреждение высшего образования "Институт мировой экономики и информатизации"; Широкова Л.Н. (ответственный редактор). – 2015. – С. 89–95.
83. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. – Москва: ГУ ВШЭ, 2018. – 504 с.
84. *Коупленд Т., Колер Т., Муррин Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление. 2-е изд. / Пер. с англ. Москва: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000.
85. *Тренев Н.Н.* Управление финансами: Учебное пособие. – Москва: Финансы и статистика, 2019. – 495 с.
86. Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли Инвестиции. – Москва: Инфра-М, 2001. – 1028 с.
87. *Уткин Э.А.* Финансовый менеджмент: Учебник для вузов. – Москва: Зерцало, 2017. – 265 с.
88. *Шеремет, А.Д., Сайфулин, Р.С., Негашев, Е.В.* Теория финансового анализа. – Москва: ИНФРА-М, 2019. – 208 с.
89. *Шохин, Е.И.* Финансовый менеджмент: Учебник. – Москва: КноРус, 2018. – 480 с.
90. *Шуляк, П.Н.* Управление финансами/ Учебное пособие – Москва: Изд. Дом «Дашков и К», 2019. – 752 с.