

Раздел I **ЛОГИКА УПРАВЛЕНИЯ ФИНАНСАМИ**

Глава 1

ПОНЯТИЯ И КОНЦЕПЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

1.1

Понятие управления финансами. Инвестиционные и финансовые решения. Выбор целевой функции

Финансовый менеджмент в начале XX в. выделился в отдельное направление изучения движения денежных потоков в экономике наряду с макрофинансами и портфельными инвестициями. В финансовом менеджменте внимание акцентируется на денежных потоках хозяйствующих субъектов — коммерческих и некоммерческих организаций любых организационно-правовых форм.

Часто в литературе область финансового менеджмента сужается до вопросов инвестирования в реальные активы и формирования источников финансирования промышленного предприятия. Такой подход допустим, но существенно огрубляет понимание закономерностей движения денежных средств. Выбор между различными источниками финансирования, вариантами инвестирования средств в реальные и финансовые активы строится на единых правилах как для коммерческих предприятий, так и для финансовых институтов (банков, пенсионных фондов, страховых компаний). Поэтому основу финансового менеджмента составляют рекомендации для всех участников рынка по принятию решений в условиях неопределенности, риска, асимметричности информации, временного лага между принятием решения и получением результата.

Для дальнейшего углубленного рассмотрения можно выделять в отдельные блоки вопросы финансового менеджмента в банковской сфере, в пенсионных фондах и программах негосударственного пенсионного обеспечения, в страховых компаниях и корпорациях. Акцентирование внимания на проблемах корпоративного построения собственности (ограниченная ответственность большого числа владельцев капитала с передачей функции управления профессионалам) и специфики принятия финансовых решений в ее рамках привело к широкому распространению направления "корпоративные финансы".

Современный уровень конкурентного производства и технологий требует значительных денежных вложений, поэтому первостепенными в финансовом менеджменте становятся вопросы привлечения капитала, его эффективного инвестирования и реинвестирования. Этим вопросам и посвящен настоящий учебник.

Выбор вариантов привлечения капитала отличается по странам, сферам деятельности. На него оказывают влияние как внешняя среда, так и внутренние

характеристики компании и психологические особенности собственников и профессиональных управленцев. Одни компании выбирают привлечение капитала на открытом рынке через эмиссию акций и облигаций, другие привлекают внешний капитал через "свои" банки или закрытые подписки на акции, третьи выбирают политику внутреннего финансирования, мобилизуя резервы и реинвестируя большую часть прибыли. Учебник нацелен на объяснение причин такого выбора и выработку навыков принятия эффективных решений с учетом различных факторов (рис. 1.1).

Наиболее сильное влияние на работу финансового менеджера оказывает *структура собственности* компании (внешние или внутренние собственники, соотношение владельцев собственного и заемного капитала, степень распыленности капитала, наличие собственников — наемных работников, институциональных кредитных организаций), *финансовая инфраструктура* (степень развитости фондового рынка и его открытость) и *правовая система* (защищенность инвесторов, степень развитости контрактов, законодательства о банкротстве, слияниях, судебных процедур).



Рис. 1. Макросреда принятия решений финансовым менеджером

Для систематизации принимаемых финансовым менеджером решений выделяют инвестиционные и финансовые решения. На практике они тесно взаимосвязаны и часто их нелегко разделить, но для объяснения логики принимаемых решений такое разделение очень件件件件. Под *инвестиционными решениями* понимаются решения по выбору:

- объектов инвестирования (реальные или финансовые активы, в том числе другие функционирующие предприятия);
- наилучшего инвестиционного варианта (или формирование инвестиционной программы при возможности реализации нескольких инвестиционных решений).

Под *финансовыми решениями* понимаются решения по обеспечению необходимых денежных средств для функционирования компании и выплат, причитающихся владельцам собственного и заемного капитала, с учетом возможностей налогового планирования. При планировании потребности в денежных средствах и оптимизации денежных потоков возникают вопросы выбора:

- между собственными и заемными средствами. Принципиальной характеристикой заемных средств является возвратность с фиксированием срока и величины с учетом платы за пользование (процента);
- источников финансирования, различающихся по срокам (кратко-, средне- и долгосрочные источники);

- схем минимизации налоговых платежей. Привлечение заемных средств часто предполагает налоговые льготы для заемщика. Кроме того, для развития фондового рынка государство предоставляет льготы по налогам держателям финансовых активов (институциональным инвесторам по привилегированным акциям в США, держателям государственных облигаций в России). Поэтому выбор инвестиционных проектов и источников их финансирования увязывается с разработкой схем налоговой минимизации. Налоговые выгоды нередко являются одним из стимулов покупки готовой компании (финансовый синергизм);

- форм привлечения внешних источников финансирования (с фиксированным или плавающим процентом по заемным средствам, конвертируемым активам, производным и т.д.) и обеспечения их привлекательности на финансовых рынках;

- дивидендной политики, схем выплат (не обязательно в денежной форме) владельцам собственного капитала предприятий и пропорции между долей реинвестируемой прибыли и прибыли, направляемой собственникам.

Так как привлечение капитала связано с необходимостью обеспечения дохода владельцам капитала с учетом риска инвестирования, то для компании возникает понятие *стоимости капитала* — как дорого обходятся все элементы капитала в совокупности для функционирующего комплекса реальных и финансовых активов компании. Финансовые решения — это, по сути, решения по минимизации стоимости капитала путем поиска элементов капитала с низкой стоимостью и оптимизации сочетания различных элементов капитала.

Для оценки инвестиционных и финансовых решений необходим критерий. Поэтому возникает непростой вопрос о целях функционирования компании и возможности сведения различных целей к задаче максимизации целевой функции одного переменного. Этот вопрос является дискуссионным, но если предположить, что такую функцию можно построить, то решения принимаются следующим образом: если инвестиционные решения и финансовые схемы приводят к увеличению значения целевой функции, то они хороши, если значение целевой функции снижается, то такие решения неприемлемы.

Многие экономические теории строятся на задании целевой функции. Так, например, неоклассическая экономическая теория исходит из посылки, что целью принятия решений рациональным индивидом является максимизация полезности или благосостояния. При этом часто допускается, что полезность является монотонно возрастающей функцией от дохода или прибыли и все факторы интереса могут быть выражены в денежной форме. Таким образом, рациональный индивид максимизирует денежную выгоду от принятия решений (инвестиционных и финансовых). Его предпочтения стабильны, ресурсы распределены и находятся в частной собственности. Если участники рынка характеризуются рациональным поведением, то рынок характеризуется как рациональный.

Для принятия индивидом инвестиционных и финансовых решений также вводятся дополнительные условия:

- 1) на рынке имеются инвестиционные возможности разного уровня риска. Денежные потоки одного класса риска, но поступающие в разные моменты времени, индивид рассматривает как неравноценные из-за упущенной выгоды в результате отказа от инвестирования. (Логика выбора, связанного с неравноценностью денег во времени, дана в Приложении 1.) На рациональном рынке при отсутствии риска цена актива в каждый момент времени равна приведенной оценке будущих поступлений от этого актива. Дисконтирующий множитель отражает доходность упускаемых инвестиционных возможностей;

- 2) индивид является противником риска, т.е. из вариантов с негарантированным и гарантированным результатом он выбирает последний, а за больший риск требует повышенной компенсации.

Аналогично заданию целевой функции инвестора-индивида цель компании может формулироваться в терминах максимизации благосостояния владельцев капитала, как

инвесторов фирмы. Однако здесь возникает спорный момент: рассматривать максимизацию благосостояния владельцев только собственного капитала (*maximize the wealth of stockholders*), как долевых участников, или максимизацию благосостояния всех заинтересованных в функционировании компании лиц, имеющих возможность воздействовать на принимаемые решения (владельцев и собственных и заемных средств, работников и т.д.)? Можно ли в последнем случае говорить о максимизации благосостояния фирмы (*wealth of the firm*), объединяющей интересы всех держателей ее обязательств (*claimholders*)? Правильно ли их благосостояние свести к денежным оценкам, т.е. фактически к максимизации денежной оценки компании (*firm value*)? Большинство специалистов по финансовому менеджменту положительно отвечают на эти вопросы, хотя нередко аналитики фондового рынка, например, рассматривают в качестве цели компании максимизацию благосостояния владельцев собственного капитала. Более того, эта цель трансформируется в максимизацию рыночной капитализации, т.е. в максимизацию цены акции.

Предположения о факторах макросреды часто формулируются в терминах совершенного или идеального рынка. Понятие *совершенного рынка* включает конкурентный рынок и рынок без трений. Конкурентный рынок — это рынок с большим числом продавцов и покупателей (финансовый рынок — продавцов и покупателей финансовых активов), на котором ни один из них (покупка или продажа им любого количества товара) не может повлиять на рыночную цену этого товара. Рынок без трений включает много предпосылок о возможности обращения финансовых активов. Прежде всего отсутствуют налоги, нет ограничений на торговлю ценными бумагами без покрытия, нет транзакционных издержек (на покупку информации, поиск контрагента, заключение сделок и т.п.). На совершенном рынке каждому уровню риска соответствует определенная требуемая доходность (в процентах годовых), и она одна и та же для заимствования и инвестирования.

Так как инвестор стремится получить как можно большую отдачу на вложенные средства, то его интересует, на основе чего можно "переиграть рынок", т.е. получить большую доходность, чем та, которая соответствует на рынке заданному уровню риска. Поиски ответа приводят к пониманию ценности информации на рынке. Отдельные инвесторы могут знать "истинную" цену актива, а другие — нет. Владение информацией позволит получить большую доходность.

Роль информации на финансовых рынках подчеркивается понятием *эффективного рынка*, введенного Ю. Фама. На эффективном рынке цены активов полностью отражают всю возможную информацию об этих активах. Нет транзакционных издержек по поиску информации, нет запаздывания информации, нет асимметрии. Поскольку это представление о финансовом рынке очень далеко от реальности, вводятся более слабые предпосылки об информационной эффективности: слабая и средняя формы. Слабая форма эффективности предполагает отсутствие зависимости будущего изменения цен на активы от прошлых колебаний. Информация проходит мгновенно, и нет трендов в движении цен, нельзя спрогнозировать цену на основе прошлых данных. Средняя форма эффективности характеризуется мгновенным отражением в цене только публично доступной информации. Владея закрытой информацией, инвестор может "переиграть рынок".

На совершенном рынке цена любого актива равна приведенной оценке этого актива — PV будущих денежных потоков. (Подробно вопросы нахождения будущей и текущей (приведенной) оценок рассматриваются в Приложении 1.) Следовательно, и цена акции, и рыночная капитализация S , и оценка всей компании V могут быть рассчитаны на совершенном рынке через приведение прогнозируемых (ожидаемых) денежных потоков к текущему моменту времени. Задание целевой функции через *максимизацию приведенной оценки ожидаемых денежных поступлений* позволяет учесть не только денежные потоки, но и связанный с их получением риск. Альтернативные возможности инвестирования с учетом риска отражаются в ставке дисконтирования. Поэтому постановка такой цели более

предпочтительна, чем максимизация прибыли или рентабельности. Во-первых, бухгалтерские показатели прибыли не отражают реального движения денег, во-вторых, не учитывается риск получения прибыли. Могут быть приведены и другие аргументы.

? Попробуйте сформулировать плюсы и минусы задания различных целей.

Реальные рынки характеризуются и информационной асимметрией, и нерациональным поведением инвесторов, что может быть связано с их специфической ролью в компании (владение большой долей, сочетание в одном лице менеджера и собственника или менеджера и кредитора). Для объяснения логики принятия решений на таких рынках требуется снять еще ряд предпосылок о согласовании интересов различных участников.

Что касается специфики принятия решений по привлечению капитала на российском рынке, то она связана прежде всего со слабостью контрактной системы, недостаточным развитием финансовой инфраструктуры, слабой защитой интересов владельцев капитала (как собственного, так и заемного).