

ЧАСТЬ I

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ КОНЦЕПЦИИ

Глава 1

ЭВОЛЮЦИЯ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ

Ваш первый курс финансов, вероятно, дал общее представление о **финансовых** рынках и институтах, познакомил с конкретными решениями, которые приходится принимать финансовым менеджерам. В этом учебнике дан **подробный** обзор основных понятий теории финансов, а также: 1) подробно рассматриваются теоретические основы принятия решений в сфере **финансового менеджмента**; 2) даются углубленные представления о концепциях и методах **финансового менеджмента**; 3) предоставляется учебный материал, достаточный для применения теории, концепций и методов в условиях реального мира.

Глава 1, посвященная обзору теории финансов, представляет собой фундамент всей книги. Практически все финансовые решения, включая составление смет бюджетов капиталовложений, политику в области дивидендов и **финансирование**, основываются на правилах, вытекающих из теории финансов. Большая часть этой теории имеет *нормативный* характер — в том смысле, что она диктует финансовым менеджерам, что им «следует делать». Однако важное значение имеют и *позитивные*, или *описательные*, исследования. К **описательным** исследованиям относятся как эмпирические исследования, цель которых — **выявление** взаимосвязей между переменными величинами, например между **политикой** выплаты дивидендов и ценами акций, так и изучение **практической деятельности** финансовых менеджеров.

Важность нормативных теорий очевидна, но позитивные исследования **свидетельствуют** о том, что финансовые менеджеры не всегда поступают так, как им предписывает теория. В таких случаях возникает **дилемма**: является ли теория неверной, или же финансовые менеджеры действуют неправильно? Ответить на этот вопрос часто бывает непросто. В некоторых случаях теория упрощает ситуацию, так как исходит из предположений, которые не соответствуют реальности, поэтому предписываемые ею правила принимаемых решений попросту неприемлемы. В других случаях применение рекомендаций теории невозможно из-за отсутствия необходимых данных. Таким образом, теория может быть правильной, но применить ее для принятия верного решения можно лишь косвенным образом. Встречаются и такие ситуации, когда существует правильная, **применимая** на практике теория, однако в силу инерции люди продолжают поступать до-старому. Впрочем, конкуренция в конечном счете вынудит менеджеров преодолеть эту инерцию и начать использовать действенные теории **финансового менеджмента**.

Если между теорией и практикой сохраняются неустраняемые и **необъяснимые** расхождения, то, как правило, следует подвергать сомнению теорию. Теория, заслуживающая признания, должна объяснять события, происходящие в реальном мире. В тех случаях, когда теория не соответствует практике, нужно модифицировать теорию, добиваясь ее соответствия практике, или же отказаться от нее в пользу иной, лучшей теории.

В данной книге, говоря о непримиримых противоречиях, существующих между теорией и практикой финансового менеджмента или же между альтернативными теориями, мы поступаем следующим образом: сначала излагается соответствующая теория или теория вместе с исходными предпосылками; затем описываются эмпирические факты, подкрепляющие или опровергающие данную теорию; наконец, высказываются некоторые соображения по поводу того, каким образом финансовые менеджеры на практике принимают решения по волепросам, по-разному трактуемым различными теориями.¹ Такой подход позволит вам увидеть все стороны того или иного вопроса и соответственно расширит ваши возможности при принятии решений в сфере управления финансами в будущем.

Далее в этой главе рассмотрена эволюция ключевых теорий финансов. В целом мы придерживаемся хронологического порядка изложения, однако зачастую связанные друг с другом теории развивались более или менее одновременно. Кроме того, некоторые теории ассоциируются с именами их создателей. Имена выдающихся теоретиков не столь важны для понимания сути их теорий, но они являются частью профессионального жаргона финансистов в той же мере, что и названия различных типов ценных бумаг, выпускаемых фирмами. Наконец, следует помнить о том, что целью главы 1 является не подробное обсуждение каждой теории, а формирование общего фундамента для принятия финансовых решений. Далее в этой книге при рассмотрении конкретных типов решений мы будем возвращаться к большинству изложенных здесь теорий.

Концепция идеальных рынков капитала

Часто теории финансов начинаются с некоей идеи о том, как должны вести себя люди или фирмы, а затем уже разрабатывается формализованная теория, конкретизирующая это поведение. Такая теория неизменно оказывается верной лишь при наличии определенного набора исходных условий. Одной из ключевых предпосылок, лежащих в основе многих теорий финансов, является понятие *идеальных*, или *совершенных*, *рынков капитала* (perfect, or frictionless, capital markets). Хотя существуют незначительные различия между определениями идеального рынка капитала, приводимыми в различных теориях, большая часть определений включает в себя следующие условия: 1) полное отсутствие транзакционных затрат; 2) отсутствие каких-либо налогов; 3) наличие большого числа покупателей и продавцов, вследствие чего действия отдельного продавца или покупателя не влияют на цену соответствующей ценной бумаги; 4) равный доступ на рынок для юридических и физических лиц; 5) отсутствие затрат на информационное обеспечение, что предполагает равнодоступность информации; 6) одинаковые (однородные) ожидания у всех действующих лиц; 7) отсутствие затрат, связанных с финансовыми затруднениями.

¹Такие разделы зачастую озаглавлены «Наша точка зрения», например «Наша точка зрения на выбор дивидендной **политики**».

Очевидно, что большинство из этих условий в реальном мире не соблюдают: существуют налоги и брокерские затраты, физические лица часто не имеют такого доступа на рынок, каким располагают корпорации, менеджеры зачастую лучше осведомлены о перспективах своих фирм, чем посторонние инвесторы, и т. д. Тем не менее судить о теории следует не столько по реальности ее исходных предпосылок, сколько по ее соответствию происходящему в действительности. Если теория кажется разумной и объясняет события, ее обычно признают и пользуются ею до появления лучшей — независимо от реалистичности ее исходных предпосылок. Часто действительность достаточно близка к ситуации, предполагаемой исходными условиями теории, и эти допущения не ограничивают способность теории объяснять явления окружающего мира. На пример, в рамках действующей налоговой системы функционирует достаточное число освобожденных от налогов институтов, имеющих сильные позиции на рынке. Результаты в этом случае совпадут с теми, что были предсказаны теорией, исходящей из отсутствия налогообложения. Кроме того, хотя многие теории строятся на основе весьма жесткого набора условий, часто бывает возможным «смягчать» эти условия одно за другим и таким образом определять влияние каждого из условий на конечные результаты. Такой анализ можетжаться весьма полезным при выработке финансовых решений.

Вопросы для самопроверки

Дайте определение идеального рынка капитала

Какую роль в теории финансов играет понятие идеального рынка капитала?

Анализ дисконтированного денежного потока

Занимаясь финансовым управлением, мы имеем дело с финансовыми активами (например, акциями и облигациями), стоимость которых непосредственно зависит от потоков денежных средств, ожидаемых в результате использования этих активов. Процесс оценки будущих денежных потоков называется анализом дисконтированного денежного потока (Discounted Cash Flow, DCF). Поскольку практически все финансовые решения сопряжены с оценками прогнозируемых денежных потоков, анализ DCF имеет исключительно важное значение. Первые концепция анализа DCF была разработана Джоном Бэрром Уильямсом Майрон Дж. Гордон первый применил этот метод для управления финансами корпораций, а также популяризовал его использование в исследованиях цены капитала²

Анализ DCF основан на понятии *временной ценности денег*. Доллар сегодня имеет большую ценность по сравнению с долларом, который должен или может быть получен спустя некоторое время, поскольку он может быть инвестирован в финансовые или имущественные активы с перспективой получения в будущем дополнительного дохода. Анализ DCF может быть сделан в четыре этапа

1 Расчет прогнозируемых денежных потоков. Для некоторых видов активов, например облигаций, расчет прогнозируемых потоков является относительно несложным делом, поскольку движение денежных средств определяется

²Williams J. B. The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass., 1938; Gordon M. J. The Investment Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, Ill.: Irwin, 1962.

контрактом и обещанный денежный поток совпадает с реальным при условии выполнения эмитентом своих обязательств. Однако для других видов активов расчет денежных потоков может быть исключительно сложной операцией. На пример, когда фирма «Boeing» принимала решение о разработке нового самолета «Боинг-777», ей пришлось рассчитать величину затрат на исследования и разработки, превысившую 2 млрд дол., а также количество заказов на самолеты, цену и затраты производства на весь потенциальный период выпуска данного самолета (30 лет). При таких условиях расчет денежного потока становится поистине пугающей задачей.

2 Оценка степени риска для денежных потоков При оценке прогнозируемого денежного потока, как правило, должна учитываться и степень потенциального риска, присущего данному потоку.

3 Включение оценки риска в анализ Следующей стадией анализа DCF является включение оценки степени риска в анализ. Как будет подробно показано в главе 9, применяют один из двух методов учета степени риска: 1) метод безрискового эквивалента (Certainty Equivalent Approach, CE) или 2) метод скорректированной на риск ставки дисконта (**Risk-Adjusted Discount Rate, RADR**). При использовании метода CE ожидаемые денежные потоки непосредственно корректируются с учетом степени риска — чем выше риск, тем ниже значения элементов скорректированного денежного потока. Метод RADR означает, что степень риска учитывается не путем корректировки денежного потока, а посредством изменения ставки дисконта — чем выше риск, тем выше и скорректированная ставка дисконта.

4 Определение приведенной стоимости денежного потока Заключительной стадией анализа является определение приведенной стоимости денежного потока. Читатель должен быть уже знаком с техникой расчета временной ценности денег, и поэтому она здесь детально не рассматривается.³

Важную роль в анализе DCF играет концепция альтернативных затрат (упущенных возможностей), или цена шанса. Предположим, некая фирма неожиданно выигрывает судебный процесс и получает компенсацию 100000 дол.; за тем данная фирма оценивает несколько альтернативных проектов с целью инвестирования данной суммы. Будут ли эти 100000 дол. иметь какую-то себестоимость, или они могут рассматриваться как «бесплатный» капитал? На первый взгляд может показаться, что данная сумма имеет нулевую себестоимость — ведь она явилась неожиданным подарком судьбы. Однако, как только фирма начинает взвешивать различные инвестиционные альтернативы, оказывается, что каждая альтернатива сопряжена с потерей возможных доходов от неучастия в других проектах. Инвестируя 100000 дол. в один из проектов, фирма лишается возможности инвестировать их во все другие проекты. Таким образом, себестоимость инвестируемого капитала, принимаемая в размере альтернативных затрат, существует даже в том случае, когда его первоначальное формирование не было связано с какими-либо прямыми затратами. Применяемая при анализе DCF для инвестиций ставка дисконта должна отражать **альтернативные** затраты, но как оценить их величину в условиях множественности проектов? Считается, что ставка дисконта должна отражать доход, который мог бы быть получен при инвестировании средств в наилучший из возможных альтернативных проектов, имеющих одинаковую *степень риска*. Например, если

³Ценности денег с учетом будущих доходов рассматриваются в Приложении I

при определении чистого приведенного эффекта (Net Present Value, NPV) анализируемого проекта приведенный денежный поток рассчитывается на основе ставки дисконта, численно равной цене капитала фирмы, то можно утверждать, что в этом случае применяется концепция альтернативных затрат: вместо инвестирования средств в данный проект фирма могла бы вложить их в ценные бумаги (обычно в акции или облигации), имеющие в совокупности ту же степень риска, что и проект, и получить доход, соответствующий цене капитала фирмы

При любом анализе DCF необходимо использовать ставку дисконта, учитывая альтернативные затраты. Такая ставка, как правило, должна отражать влияние следующих трех факторов

1 Степень риска конкретного денежного потока. Ставка дисконта должна отражать степень риска, присущего анализируемым потокам: чем выше этот риск, тем выше должно быть ее значение. Например, для любого момента времени ставка дисконта, используемая для оценки облигаций корпораций, будет выше, чем ставка, используемая для оценки облигаций государственного займа, а ставка, применяемая при дисконтировании денежных потоков, связанных с выпуском обыкновенных акций фирмы (дивиденды плюс прирост капитала), будет выше, чем ставка, применяемая для расчетов по облигациям этой же фирмы

2 Превалирующий уровень показателей доходности. Ставка дисконта должна отражать среднюю доходность, сложившуюся в экономике. Так, в августе 1990 г. ставка дисконта, применявшаяся для анализа денежных потоков, соотвествовавших по степени риска трехмесячным казначейским обязательствам США, составляла 7.4%, а в мае 1992 г. — всего 3.5%. В связи с изменением ожидаемых темпов инфляции, возможностей предотвращения риска и соотношения спроса и предложения на ценные бумаги средний уровень дохода по краткосрочным ценным бумагам казначейства менее чем за два года снизился на 390 базисных пунктов.

3 Периодичность денежных потоков. Последним фактором является периодичность потоков, т. е. временной интервал, на котором рассматриваются данные потоки, — год, полугодие или другой промежуток времени. Обычно ставка дисконта, а также значения денежного потока приводятся в годовом исчислении. В таких случаях нет необходимости вносить какие-либо поправки на периодичность. Однако если при анализе денежного потока временной интервал отличен от года (например, полугодие), этот факт должен отразиться на величине ставки дисконта

Вопросы для самопроверки

Назовите четыре стадии анализа DCF

Что означает понятие «альтернативные затраты» и какова его роль в анализе DCF?

Какие факторы влияют на величину альтернативных затрат?

Модильяни и Миллер: теория структуры капитала

Среди вопросов, с которыми сталкиваются финансовые менеджеры, одним из основных является следующий: каким образом фирма должна сформировать необходимый ей капитал? Следует ли ей прибегать к заемным средствам или достаточно ограничиться акционерным капиталом? В 1958 г. Франко Модильяни и Мертон Миллер опубликовали работу, содержащую одну из самых удивительных

ных теорий современного финансового **менеджмента**. они пришли к выводу, что стоимость любой фирмы определяется исключительно ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры ее капитала.⁴ Этот вывод имел такие масштабные последствия, что, по оценке членов Ассоциации финансового менеджмента, данная работа оказала на практику управления финансами большее влияние, чем все ранее опубликованные.⁵

В своей работе Модильяни и Миллер, исходя из весьма жестких заданных условий, включающих, в частности, наличие идеальных рынков капитала (что подразумевает нулевое налогообложение), доказывают с помощью идеи арбитражных операций, что структура капитала не влияет на стоимость фирмы. Существо доказательства состоит в следующем: если финансирование деятельности фирмы более выгодно за счет заемного капитала, а не за счет собственных источников средств, то владельцы акций компании со смешанной структурой капитала предпочтут продать часть акций своей фирмы, используя вырученные средства на покупку акций фирмы, не пользующейся привлеченными источниками, и восполнив недостаток в финансовых ресурсах за счет заемного капитала. Одновременные операции с ценными бумагами фирм с относительно высокой и относительно низкой долей заемного капитала приведут в конце концов к тому, что цены таких фирм будут примерно совпадать. Таким образом, согласно Модильяни и Миллеру, стоимость акций фирмы не связана с соотношением между ее заемным и собственным капиталом.

Если бы теория **Модильяни—Миллера** была абсолютно корректной, менеджерам не стоило бы волноваться при принятии решений, касающихся структуры капитала фирм, — ведь, согласно теории, такие решения не влияют на курсы акций. Однако, подобно большинству экономических теорий, концепция **Модильяни—Миллера** является верной лишь при наличии определенных предпосылок. Тем не менее, продемонстрировав те условия, при которых структура капитала не влияет на стоимость фирмы, Модильяни и Миллер сделали важный вклад в понимание возможного влияния заемного финансирования.

В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую работу, посвященную структуре капитала, в которой ввели в свою первоначальную модель такой фактор, как налоги на корпорации, тем самым смягчив принятое ранее допущение — нулевое налогообложение. С учетом наличия налогов на корпорации было показано, что цена акций фирмы непосредственно связана с использованием этой фирмой заемного финансирования: чем выше доля заемного капитала, тем выше и цена акций. Согласно пересмотренной теории **Модильяни—Миллера**, фирмам следовало бы финансироваться на 100% за счет заемного капитала, так как это обеспечило бы им наивысшие курсы акций. Такой вывод обусловлен структурой налогообложения корпораций, существующей в США, — доходы акционеров должны выплачиваться из прибыли, остающейся после уплаты на

⁴ *Modigliani F. Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. June. P. 261-297; см. также: Modigliani F. Miller M. H. Taxes and the Cost of Capital: A Correction // Ibid. 1963. June. P. 433-443.* Интересно отметить, что Модильяни и Миллер — лауреаты Нобелевской премии по экономике. Модильяни был удостоен этой награды в 1985 г. — среди прочего и за работы, связанные с управлением финансами, а Миллер — в 1990 г. — за работы по структуре капитала и за более поздние труды.

⁵ *Cooley P. L. Heck J. L. Significant Contributions to Finance Literature // Financial Management. 1981. 10th Anniversary Issue. P. 23-33*

логов, а выплаты кредиторам производятся из прибыли до уплаты налогов. Такое асимметричное налогообложение приводит к тому, что при увеличении доли заемного капитала увеличивается и доля валового дохода фирмы, остающаяся в распоряжении инвесторов.

Однако обычно доля займов в капитале фирмы бывает весьма далека от 100%. Позднее различные исследователи, пытаясь модифицировать теорию **Модильяни—Миллера**, для того чтобы объяснить фактическое положение вещей, смягчали многие из первоначальных предпосылок данной теории. **Выяснилось**, что некоторые из этих предпосылок не оказывают существенного влияния на получаемые результаты, однако при введении в модель такого фактора, как затраты финансовых затруднений фирмы ввиду неблагоприятной структуры капитала, картина резко меняется. Так, экономия за счет снижения налоговых выплат обеспечивает повышение стоимости фирмы по мере увеличения доли займов в ее капитале, однако начиная с определенного момента (когда достигнута оптимальная структура капитала) при увеличении доли заемного капитала стоимость фирмы начинает снижаться, поскольку экономия на налогах более чем перекрывается ростом затрат вследствие необходимости поддержания более рискованной структуры источников средств. Модифицированная с учетом фактора затрат финансовых затруднений теория **Модильяни—Миллера** утверждает: 1) наличие определенной доли заемного капитала идет на пользу фирме, 2) чрезмерное использование заемного капитала приносит фирме вред, 3) для каждой фирмы существует своя оптимальная доля заемного капитала. Таким образом, модифицированная теория **Модильяни—Миллера**, именуемая *теорией компромисса между экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами* (tax savings-financial costs tradeoff theory), позволяет лучше понять факторы, от которых зависит оптимальная структура капитала.

Хотя данная теория обладает несомненной привлекательностью, эмпирические доказательства в пользу ее правильности весьма слабы. Очевидно, что при принятии финансовых решений должны учитываться и другие факторы. Далее в этой главе мы рассмотрим теорию асимметричной информации, помогающую объяснить реальную практику принятия финансовых решений, а весь спектр теорий структуры капитала подробно рассматривается в главах 11 и 12.

Вопросы для самопроверки

На какой вопрос пытается дать ответ теория структуры капитала?

Почему финансирование за счет заемного капитала является более выгодным для фирм?

Дайте краткую характеристику теории компромисса для оптимизации структуры капитала.

Модильяни и Миллер: теория дивидендов

Модильяни и Миллер исследовали также и влияние политики выплаты дивидендов на курсы акций фирм.⁶ Помимо предпосылки о наличии идеальных рынков капитала работа Модильяни и Миллера, посвященная этому вопросу, предусматривала следующие допущения: 1) политика выплаты дивидендов, ко

⁶Miller M. H. Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business 1961 Oct. P. 411-433.

торой придерживается фирма, не влияет на ее бюджет капиталовложений, 2) по ведение всех инвесторов является рациональным.⁷

Приняв эти условия, Модильяни и Миллер пришли к выводу о **том, что** политика выплаты дивидендов, как и структура капитала фирмы, не влияет на ее стоимость, т е является иррелевантной. В сущности каждый доллар, выплаченный сегодня в виде дивидендов, уменьшает сумму нераспределенной прибыли, которая может быть инвестирована в новые активы, и данное уменьшение должно быть компенсировано за счет эмиссии акций. Новым акционерам необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снижают приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних акционеров на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году. Таким образом, каждый доллар полученных дивидендов лишает акционеров будущих дивидендов на эквивалентную в дисконтированном масштабе величину. Ввиду этого в условиях, предусмотренных моделью **Модильяни—Миллера**, акционерам будет безразличен выбор между получением дивидендов на сумму 1 дол сегодня и получением в будущем дивидендов, приведенная стоимость которых составляет тот же доллар, следовательно, политика выплаты дивидендов не окажет никакого влияния на цену акций (Об этой теории, как и о других теориях дивидендов, мы подробно поговорим в главе 13)

Рассматриваемые в совокупности работы Модильяни и Миллера по структуре капитала (первоначальный вариант с нулевым налогообложением) и политике выплаты дивидендов позволяют менеджерам прийти к весьма существенным выводам. При наличии идеальных рынков капитала стоимость фирмы за висит исключительно от принятых ею решений по проектам капиталовложений, поскольку эти решения определяют будущие денежные потоки по операциям фирмы и рисковость этих потоков. Способы формирования капитала фирмы (структура капитала) не окажут никакого влияния на стоимость фирмы. Далее в этой книге мы рассмотрим результаты, полученные при введении в базовые модели **Модильяни—Миллера** некоторых дополнительных «смягчающих» условий, и убедимся, что в действительности структура капитала и политика выплаты дивидендов оказывают влияние на стоимость фирмы

Вопрос для самопроверки

Дайте характеристику теории иррелевантности дивидендов **Модильяни—Миллера**

Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов

Концепция инвестиционного портфеля имеет важные следствия для многих сфер финансового управления. Например, цена капитала фирмы определяется степенью риска ценных бумаг, находящихся в ее портфеле, поскольку, во-первых, структура инвестиционного портфеля влияет на степень риска собственных ценных бумаг фирмы, во вторых, требуемая инвесторами доходность зависит от величины этого риска. Кроме того, любая фирма, акции которой находятся в портфеле, в свою очередь может рассматриваться как некий портфель находящихся в ее эксплуатации активов (или проектов), и поэтому владение

⁷**Рациональное** поведение означает, что инвесторы всегда предпочитают увеличение богатства его уменьшению. Кроме того, инвесторов не волнует форма, которую принимает богатство, — выплачиваемые им дивиденды или доходы от прироста капитала

портфелем ценных бумаг представляет собой право собственности на множество различных проектов; в этом контексте уровень риска каждого проекта оказывает влияние на рисковость портфеля в целом

Отцом современной *теории портфеля* является Гарри Марковиц, получивший за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике⁸ Первый урок, который дает нам теория Марковица, состоит в том, что, как правило, совокупный уровень риска может быть снижен за счет объединения рисковых активов в **портфели**. Основная причина такого снижения риска заключается в отсутствии прямой функциональной связи между значениями доходности по большому числу различных видов активов. Теория портфеля приводит нас к недвусмысленным выводам. 1) для минимизации риска инвесторам следует объединять рисковые активы в портфели; 2) уровень риска по каждому отдельному виду активов **следует** измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля инвестиций

Хотя теория портфеля в том виде, в каком она была разработана Марковицем, учит инвесторов тому, как следует измерять уровень риска, она не конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью Данную взаимосвязь конкретизирует *модель оценки доходности финансовых активов* (Capital Asset Pricing Model, CAPM), разработанная более или менее независимо друг от друга Джоном Линтнером, Яном Мойссином и Уильямом Шарпом.⁹ CAPM основана на допущении наличия идеальных рынков капитала и **на** некоторых других допущениях; согласно этой модели, требуемая доходность **для** любого вида рисковых активов представляет собой функцию трех переменных: безрисковой доходности, средней доходности на рынке ценных бумаг и индекса колеблемости доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в среднем CAPM имеет важное значение для определения как общей цены капитала фирмы, так и требуемой доходности для отдельных проектов, осуществляемых в рамках фирмы (Выводы из теории портфеля и CAPM будут подробнее рассмотрены в главах 2, 3 и 9)

Вопросы для самопроверки

Каковы основные выводы из теории портфеля?

Как соотносятся друг с другом теория портфеля и CAPM?

Теория ценообразования опционов

Опцион представляет собой право — но не обязательство — купить (или продать) какие-то активы по заранее оговоренной цене в течение определенного установленного периода Опцион может быть реализован или нет в зависимости от решения, принимаемого исключительно его держателем. Важной **характерной** особенностью опциона является то, что он не может иметь существенных негативных последствий для его держателя, поскольку в любой момент можно отказаться от его исполнения Таким образом, если существует какая-то воз-

⁸Markowitz H. M. Portfolio Selection // Journ Finance. 1952. March. P. 77-91

⁹Lintner J. Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification // Journ Finance. 1965. Dec. P. 587-616; Moissin J. Security Prices and Investment Criteria in Competitive Markets // Amer. Econ. Rev. 1969. Dec. P. 749-756; Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk // Journ. Finance. 1964. Sept. P. 425-442 Отметим, что У. Шарп в 1990 г. был удостоен Нобелевской премии по экономике за работу по созданию CAPM

возможность реализации опциона в будущем с получением дохода, тот факт, что опцион не может иметь отрицательной стоимости, означает его определенную ценность в данный момент, хотя бы и относительно незначительную. Хотя опционы существуют уже длительное время — сделки с товарными опционами стали заключаться в середине 1800 х гг., — формализованная модель ценообразования для опционов появилась лишь в 1973 г. В этом году Фишер Блэк и Майрон Шоулз опубликовали работу, в которой излагалась получившая широкую известность модель ценообразования опционов **Блэка—Шоулза (Black—Scholes Option Pricing Model, OPM)**.¹⁰

До недавнего времени теория опционов не считалась особо важным разделом теории управления финансами корпораций (в отличие от теории инвестиций). Действительно, в финансовой практике корпораций она применяется лишь для того, чтобы помочь объяснить характерные особенности таких финансовых инструментов, как варранты и конвертируемые ценные бумаги. Однако некоторые решения, принимаемые в сфере финансового менеджмента, могут быть лучше проанализированы и поняты именно в рамках теории опционов. Например, в 1991 г. фирма AT&T вела переговоры с правительством Армении с целью заключения контракта на создание в этой стране сверхсовременной системы цифровой связи. Анализируя ценность подобной сделки, AT&T обнаружила, что она открывает возможности для заключения таких соглашений с другими бывшими советскими республиками. Ввиду этого фактическая ценность сделки для AT&T была выше той величины, которая могла быть получена при обычном NPV-анализе. Инвестиции AT&T в данный проект фактически обеспечили фирме получение двух выгод: 1) непосредственный приток денежных средств в результате реализации проекта и 2) опцион покупателя на возможные подобные проекты в будущем. При таком подходе доход от реализации проекта рассматривается как сумма обычного NPV и стоимости опциона покупателя.

Теория опционов может быть использована и при анализе других ситуаций, например прекращения арендных соглашений или отказа от реализации проектов. Действительно, акционерный капитал фирмы, использующей заемное финансирование, может быть представлен как опцион покупателя. Когда фирма привлекает заемный капитал, это равносильно продаже акционерами активов фирмы кредиторам, которые расплачиваются за активы наличными деньгами (суммой предоставляемого займа), но при этом предоставляют акционерам опцион покупателя, цена реализации которого равна сумме самого займа и процентов по нему. Если дела компании идут успешно, акционеры реализуют свой опцион и выкупают компанию обратно, выплатив основной долг и проценты. В противном случае, при неудачном для компании развитии событий, акционеры не реализуют свой опцион покупателя (не погашают задолженности кредиторам) и контроль над компанией переходит в руки кредиторов. (Ценообразование опционов подробно рассматривается в главе 5, а концепции ценообразования опционов будут использованы в главах 8 и 16)

Вопрос для самопроверки

Приведите примеры возможного применения понятия опциона при принятии решений в сфере управления финансами.

¹⁰Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journ Polt Econ 1973. May—June P. 637-659

Эффективность рынка и соотношение между риском и доходностью

Одной из важнейших для инвесторов финансовых теорий является *гипотеза эффективности рынков* (Efficient Markets Hypothesis, **ЕМН**), имеющая не маловажное значение и для финансовых менеджеров.¹¹ Слово *эффективность* в данном случае подразумевает информационную, а не операционную эффективность, т. е. эффективный рынок — это такой рынок, в ценах которого находит отражение вся известная информация

Ирония ситуации заключается в том, что рынки могут быть эффективными лишь при наличии большого числа людей, верящих в неэффективность рынков и соответственно стремящихся к получению сверхдоходов — **т е** доходов, превышающих те, которые соответствуют рисковости данных активов. Сторонники применения ЕМН к фондовому рынку указывают на тот факт, что на этом рынке, где число важнейших котируемых акций не превышает 3000 наименований, действуют около 100000 высококвалифицированных профессиональных аналитиков и брокеров. Таким образом, если каждый аналитик следит за 30 наименованиями акций (что примерно соответствует истине, поскольку аналитики, как правило, специализируются на определенных отраслях экономики), то на каждое наименование приходится примерно тысяча аналитиков. Эти аналитики работают на такие организации, как «Citibank», «Merrill Lynch», «Prudential Insurance», «Fidelity Investments» и т. д., которые располагают миллиардами долларов и потому могут добиваться выгодных для себя условий сделок. Далее, благодаря правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC), требующим обнародования сделок, и наличию электронных информационных систем эта тысяча аналитиков получает и оценивает информацию по данным акциям примерно в одно и то же время. Поэтому то явление любой новой информации почти немедленно отражается на ценах **акций**, и, как правило, акции крупнейших корпораций не могут обеспечить **получение** сверхдоходов.

Для того чтобы обеспечить информационную эффективность рынка, необходимо выполнение четырех условий.

- 1 Информация становится доступной всем субъектам рынка одновременно, и ее получение не связано с какими-либо затратами
- 2 Отсутствуют **транзакционные** затраты, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок
- 3 Сделки, совершаемые отдельным физическим или юридическим лицом, **не** могут повлиять на общий уровень цен
4. Все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать **ожидаемую** выгоду

¹¹ У гипотезы эффективных рынков много соавторов. Две классические работы по эффективности рынков: *Fama E F Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work // Journ Finance. 1970 May. P 383-417; Malkiel B G A Random Walk Down Wall Street // New York : Norton, 1975.* Эффективность рынков с точки зрения инвестиций превосходно рассматривается в кн.: *Radcliffe R C Investment : Concepts, Analysis, Strategy // Glenview, Ill. • Scott, Foresman, 1993, Ch. 10.* Недавний обзор исследований в этой области см.: *Fama E. F Efficient Capital Markets II // Journ Finance. 1991 Dec P 1575-1617*

Очевидно, что все эти четыре условия не соблюдаются ни на одном реальном рынке — для получения информации необходимы время и деньги, одни субъекты получают информацию раньше, чем другие, существуют трансакционные затраты, налоги и т. д. Ввиду невыполнения этих условий необходимо провести различие между *идеальной информационной эффективностью* рынков и их *экономической информационной эффективностью*. На идеально эффективном рынке, где соблюдаются все вышеперечисленные условия, цены всегда отражают всю известную информацию, новая информация вызывает немедленное изменение цен, а получение сверхдоходов возможно только в результате счастливой случайности. На экономически эффективном рынке цены не могут немедленно реагировать на поступление новой информации, однако при **условии** элиминирования информационных и трансакционных затрат сверхдоходы отсутствуют и на этом рынке ¹²

Слабая форма эффективности

ЕМН подразделяется на три формы (или уровня) эффективности. *Слабая форма* (weak form) эффективности подразумевает, что вся информация, содержащаяся в прошлых изменениях цен, полностью отражена в текущих рыночных ценах. Если это предположение верно, то информация об исторических тенденциях изменения цен тех или иных ценных бумаг (независимо от того, идет ли речь о тенденциях прошлой недели или последних **50** лет) не имеет ни какой ценности при выборе объекта инвестирования — тот факт, что в течение последних трех дней цена некой акции возросла, никак не помогает спрогнозировать ее завтрашнюю цену. Если на фондовом рынке и на рынке облигаций существует слабая форма эффективности, то «сидящие на ленте» и «чартисты» напрасно тратят свое время. ¹³

Как и любая другая теория, ЕМН нуждалась в эмпирической проверке, которая показала бы, насколько хорошо она объясняет явления, имеющие место в реальном мире. Для решения вопроса о применимости ЕМН к фондовому рынку необходимы были эмпирические проверки по двум направлениям: 1) проверка наличия корреляции между изменениями цен во времени; 2) проверка эффективности различных технических приемов, используемых при совершении сделок на данном рынке.

ЕМН подразумевает, что цены изменяются лишь реагируя на поступление новой информации, и поскольку новая информация может оказывать либо позитивное, либо негативное воздействие на цены акций, то, согласно ЕМН, можно ожидать, что ежедневные колебания курсов акций не подчиняются какой-либо определенной тенденции, которая могла бы быть точно установлена. Поэтому было проведено немало исследований с целью измерения корреляции между до-

¹²Для более полного знакомства с понятием экономически эффективных рынков см. Grossman S. J., Stiglitz J. E. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // Amer. Econ. Rev. 1980. June. P. 393-408.

¹³*Сидящие на ленте* — люди, следящие за изменениями текущих цен по сообщениям с бирж. В прошлом эти сообщения распространялись по стране с помощью ленточных аппаратов — тикеров вследствие чего и появился этот термин; сегодня более уместным было бы название *сидящие у экрана Чартисты* (от англ. chart — схема, график — Прим. ред.) обобщают информацию о прошлых изменениях цен, пытаясь выявить тенденции, которые позволили бы прогнозировать динамику цен в будущем. Обе категории аналитиков занимаются тем, что принято называть *техническим анализом*.

ходностью ценных бумаг на протяжении определенного времени.¹⁴ В целом эти исследования показали наличие слабой тенденции к позитивной корреляции до **ходности** краткосрочных ценных бумаг; это означает, что доход, полученный в день $t + 1$, имеет незначительную позитивную корреляцию с доходом, полученным в день t . Однако, когда доходы корректируются с учетом риска и **транзакционных** затрат, эта корреляция исчезает

Если курсы ценных бумаг действительно не подчиняются каким-либо зако **номерностям**, не должно существовать и каких-либо существенных тенденций изменения доходности этих бумаг во времени с учетом их приведения к нормальным ожидаемым значениям. Однако проверки выявили некоторые интересные аномалии. Одной из них является так называемый **январский эффект**: в январе (особенно в первые пять дней этого месяца) доходность ценных бумаг (в особенности акций мелких фирм) существенно выше, чем в любое другое время года. Точное объяснение этой аномалии отсутствует, однако одно из возможных объяснений состоит в том, что инвесторы стремятся продать те ценные бумаги, которые не оправдали себя в течение года, до 31 декабря с тем, чтобы сократить суммы взимаемых с них налогов за счет списания возникших при продаже убытков, а затем, в январе, реинвестировать вырученные таким образом средства в другие ценные бумаги. Это приводит к повышенному спросу на ценные бумаги в январе, что и порождает «**январский эффект**». Разумеется, если бы фондовый рынок был эффективным, его субъекты действовали бы с учетом информации о неэффективности рынка в январе, их действия устранили бы «**январский эффект**» и вернули бы рынок к состоянию эффективности

Второй важнейший способ эмпирической проверки наличия слабой формы эффективности заключается в применении различных методик совершения **сделок** на рынке к статистическим данным о состоянии рынка, для того чтобы определить, приводит ли та или иная тактика действий на рынке к получению сверхдоходов.¹⁵ В целом результаты исследований свидетельствуют о том, что использование каких-либо методик не гарантирует сверхдоходов (с учетом транзакционных затрат и налогов). Таким образом, с точки зрения доходов самые сложные методики ничем не лучше наивной стратегии «купил и держи»

В целом имеется немало веских доказательств в пользу существования слабой формы эффективности на важнейших рынках ценных бумаг. Можно привести впечатляющие примеры, когда аналитики рынка на основании прошлых тенденций предсказывали повышение или понижение цен как для отдельных ценных бумаг, так и для рынка в целом. Однако можно назвать и не менее впечатляющие ошибки в прогнозах. Даже в тех случаях, когда известные аналитики предсказывают повышение или понижение курсов и эти прогнозы немедленно оправдываются, не может не возникнуть вопрос: не является ли это реакцией на сами прогнозы? Во всяком случае существует множество **эмпирических** доказательств верности слабой формы ЭМН. Поэтому изучение динамики цен прошлых периодов едва ли поможет кому-либо получить **сверхдоходы**

¹⁴**Классический** пример такого исследования см.. *Fama E F The Behavior of Stock Market Prices // Journ. Business. 1965. Jan P. 34-105*

¹⁵**Классическая** работа по эмпирической проверке методик деятельности на рынке: *Fama E F., Blume M. E. Filter Rules and Stock Market Trading // Journ. Business 1966 Jan P 226-241*

Умеренная форма эффективности

Слабая форма EMH характеризует лишь динамику рыночных цен, имевших место в прошлом; *умеренная форма (semistrong form)* предполагает, что текущие рыночные цены отражают не только изменение цен в прошлом, но также и *всю остальную общедоступную информацию*. Таким образом, если на фондовом рынке существует умеренная форма эффективности, не имеет смысла изучать ежегодные отчеты фирм и другие опубликованные статистические данные или следить за новостями из финансового мира, поскольку любая общедоступная информация такого рода немедленно отражается на ценах акций до того, как вы сможете использовать ее в своей практике.

Для проверки реальности умеренной формы эффективности использовались эмпирические исследования двух типов: 1) изучение реакции цен на поступление новой информации и 2) оценка показателей доходности инвестиций у различных профессиональных менеджеров. В условиях идеального рынка цены должны моментально реагировать на поступление новой информации. Например, если фирма IBM сообщила о только что приобретенном ею патенте на новую компьютерную технологию, которая позволит ей выпускать более мощные персональные компьютеры значительно меньших размеров и более дешевые по сравнению с существующими моделями, цена акций фирмы должна немедленно возрасти, достигнув нового равновесного значения. Если имеется тенденция чрезмерного повышения цен, реагирующих на новую информацию, с последующим их **падением** или постепенный выход на новый уровень в течение нескольких дней, становится возможным получение сверхдоходов от операций с ценными бумагами после поступления новой важной информации. Эмпирические изучения реакции цен на поступление информации называются *исследованиями событий*, и за последние 30 лет были проведены тысячи таких исследований.¹⁶ В ходе их изучалась реакция цен на сообщения о дроблении акций, об увеличении дивидендов, слияниях фирм, капитальных вложениях, эмиссии акций и т. д. и т. п. Как и при слабой форме эффективности, были выявлены некие аномалии, однако в подавляющем большинстве случаев эмпирические исследования подтверждали логику умеренной формы эффективности.

В качестве примера можно привести одно буквально анекдотическое доказательство в пользу умеренной формы EMH. 4 сентября 1991 г. один из комитетов Управления по контролю за качеством пищевых продуктов и лекарственных средств (Food and Drug Administration, FDA) рекомендовал разрешить продажу в США нового лекарства, разработанного фирмой «Centocor». В случае выдачи FDA окончательного разрешения на продажу данного лекарства «Centocor» смогла бы выпустить на рынок новый препарат, созданный при помощи генной инженерии для борьбы с инфекциями, уносящими ежегодно около 100 000 человеческих жизней. Аналитики, присутствовавшие на заседании комитета в Роквилле (Мэриленд), срочно сообщили об этом в конторы своих фирм. Всего за несколько часов цена акции «Centocor» на внебиржевом рынке возросла на 3 дол. — с 37.5 до 40.5 дол. при том, что рынок в этот день был вялым. Затем, 15 апреля 1992 г., FDA отказалось разрешить продажу лекарства, потребовав проведения дополнительных испытаний, и курс акций «Centocor» снизился на

¹⁶ Существует классическая работа по реакции курсов акций на сообщения о дроблении акций, см.: *Fama E. F., Fisher L., Jensen M. C., Roll R. The Adjustment of Stock Prices to New Information // Intern. Econ. Rev. 1969. Febr. P 1-21*

41% Спросите теперь акционеров «Centocog», верят ли они в эффективность рынков

Второй способ проверки реальности умеренной формы эффективности заключается в решении вопроса о том, могут ли профессионалы — аналитики и менеджеры — «переиграть» рынок: если рынки на самом деле эффективны, то ни кто не может добиться результатов, превышающих среднерыночные в сколько иибудь существенной степени. Были проведены многочисленные исследования, имевшие целью установить, способны ли профессиональные аналитики и менеджеры по инвестициям обеспечить получение сверхдоходов по управляемым портфелям ¹⁷ Результаты этих исследований стали веским доказательством пользы концепции умеренной формы эффективности. Как правило, аналитики и менеджеры имеют доступ только к общедоступной информации. В отдельные годы некоторые из них добиваются относительно лучших, другие — относительно худших результатов, однако в среднем эти специалисты не способны «переиграть» рынок.

Оппоненты ЭМН часто ссылаются на блестящие успехи таких людей, как Уоррен Баффетт из фирмы «Berkshire Hathaway» или Питер Линч, бывший менеджер «Fidelity's Magellan Fund» (инвестиционный фонд, добившийся наибольших успехов в последние 15 лет), как на доказательство того, что рынок не является эффективным, — ведь в конце концов эти люди «переигрывали» рынок в течение длительного времени. Возможно, они обладали необычайно высокой профессиональной квалификацией, но не исключено и то, что им по просту везло ¹⁸ В качестве иллюстрации этого утверждения предположим, что возможность «переиграть» рынок определяется жребием — с помощью подбрасывания в воздух монеты. В начале каждого года 10 000 менеджеров по инвестициям бросают монетки. Если выпадает «орел» — менеджер побеждает рынок, если «решка» — рынок побеждает менеджера. В каждом году примерно у 50% менеджеров выпадают «орлы» — соответственно они имеют показатели выше среднерыночных, у остальных 50% выпадают «решки» — их показатели ниже среднерыночных. К концу 10 летнего периода вероятность того, что отдельный менеджер будет иметь успех во все годы этого периода, составит $0,5^{10} \approx 0,001$; $0,001 \cdot 10000 = 10$, т. е. из 10000 менеджеров 10 будут иметь поистине выдающиеся результаты. Таким образом, удача может обеспечить нескольким Менеджерам выдающиеся результаты даже на эффективном рынке. Такое суждение более обоснованно, чем предположение о неэффективности рынка. ¹⁹

¹⁷ Классическую статью о результатах деятельности взаимных инвестиционных фондов написал Майкл С. Дженсен. *Jensen M. C. Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Performance // Journ. Business. 1969. Apr. P. 167-247.*

¹⁸ Превосходные результаты деятельности Баффетта, возможно, являются следствием его талантов как управляющего, а не только финансиста. Обычно Баффетт, делая инвестиции в ту или иную компанию, приобретает такое количество акций, которое позволяло ему осуществлять оперативное руководство компанией или по крайней мере оказывать на него серьезное влияние. В дальнейшем он использовал свое положение для формирования стратегии деятельности таких компаний. Так, когда фирма «Salomon Inc.» оказалась в трудном положении вследствие своих попыток незаконным образом приобрести государственные ценные бумаги, Баффетт, который был одним из крупнейших акционеров фирмы, занял пост председателя правления и начал в буквальном смысле слова управлять этой компанией.

¹⁹ Хотя существуют веские доказательства в пользу мнения о том, что профессиональные менеджеры, например из взаимных инвестиционных фондов, не могут «пере-

Курьезное доказательство этого можно обнаружить в номере «Wall Street Journal» от 19 августа 1991 г., в котором приводится динамика показателей характеризующих инвестиционные портфели, сформированные из ценных бумаг, рекомендованных 10 крупнейшими брокерскими фирмами. У лучшей из этих фирм — «Raymond James» — общая доходность за пять лет составила 134.3%, а у худшей — «Merrill Lynch» — 53.3%. Средняя доходность по этим брокерским портфелям достигла 77%. За тот же период доходность по акциям 500 фирм, учитываемым индексом S&P, составила 75.5%, а по акциям **промышленных фирм**, учитываемым индексом **Доу—Джонса**, — 84.7%. Таким образом, рекомендации брокерских фирм обеспечили инвесторам средние результаты — у четырех из десяти этих фирм показатели превысили среднерыночные, а у шести остальных оказались ниже среднерыночных.

Хотя результаты многочисленных исследований и подтверждают существование умеренной формы эффективности, отдельные исследования и события подрыывают устои этой концепции. Например, бихевиористская теория рыночного ценообразования утверждает, что большинство людей, как правило, чрезмерно сильно реагируют на неожиданные и драматические события. Тем самым плохие новости обычно снижают курсы акций сильнее, чем должны были бы; противное относится к хорошим новостям. Если эта теория верна, то сверхдоходы могут быть получены путем инвестирования средств в ценные бумаги, чьи курсы только что упали ввиду получения неблагоприятной информации. Хотя данный вопрос остается открытым, имеются доказательства, свидетельствующие в пользу этой теории.²⁰ В доказательство отсутствия умеренной формы эффективности на фондовом рынке часто приводится биржевой крах 19 октября 1987 г. За один только день, в течение которого не поступало никаких важных сообщений, индекс **Доу—Джонса** упал на 22.6%! С позиций ЕМН объяснить такие события нелегко.

Если бы мы провели опрос ученых об абсолютной справедливости гипотезы умеренной формы эффективности, то голоса, вероятно, разделились бы поровну, но мало кто из опрошенных был бы решительно уверен в своей правоте. Другими словами, ученые считают при фундаментальном анализе возможно порой обнаружить, что отдельные ценные бумаги имеют завышенную или заниженную стоимость, однако в целом курсы ценных бумаг отражают всю общедоступную информацию. Может иметь место случай чрезмерного реагирования на новую информацию — в отношении как отдельных ценных бумаг, так и рынка в це-

играть» рынок, у инвесторов тем не менее есть основания вкладывать средства в такие фонды. Во-первых инвесторы — особенно мелкие — могут более эффективно распределить средства между инвестиционными фондами, чем между отдельными ценными бумагами, приобретаемыми в индивидуальном порядке. Во-вторых инвестиционные фонды могут удовлетворить специфические запросы различных групп инвесторов, например молодых людей, стремящихся к увеличению своих капиталов, или пенсионеров желающих получать стабильный гарантированный доход. В третьих, инвестиционные фонды обычно предлагают инвесторам разнообразные услуги по хранению ценных бумаг и ведению бухгалтерской документации. В четвертых, некоторые фонды предлагают услуги по оформлению чеков, другие допускают бесплатное перемещение капиталов между различными фондами данной группы. Наконец, крупные инвестиционные фонды могут обеспечить минимизацию транзакционных и информационных затрат в расчете на 1 дол капиталовложений.

²⁰ В качестве примера см.: *De Bondt W F M., Thaler R II Does the Stock Market Overreact? // Journ Finance. 1985 July P 793 806.*

лом, однако такие случаи сравнительно редки, кроме того, точно спрогнозировать чрезмерную реакцию нелегко, и поэтому получение сверхдоходов за счет подобных случаев — задача непростая. Независимо от мнения ученых биржевики с Уолл-стрит в большинстве своем, по-видимому, не верят в существование умеренной формы эффективности, а многие из них не верят даже в существование слабой формы эффективности. В большинстве случаев институциональные капиталы управляются менеджерами по инвестициям, которые принимают решения на основании данных фундаментального и технического анализа. Крупнейшие брокерские фирмы охотятся за аналитиками, популярными у институциональных инвесторов, так же усердно, как бейсбольные команды — за неза-Контрактрованными игроками.

На наш взгляд, правы и ученые и практики с Уолл-стрит. Хороший фундаментальный анализ — к техническому анализу это, вероятно, не относится — дает возможность выделить и обработать информацию, которая позволяет выявить ценные бумаги, имеющие в данный момент заниженную или завышенную цену, хотя конкуренция между многочисленными аналитиками не позволяет извлекать особо крупную выгоду из такого анализа. Тем не менее для менеджера, управляющего портфелем инвестиций стоимостью 10 млрд дол., получение даже небольшого преимущества может оправдать затраты на оплату работы хорошего аналитика. Таким образом, обширный фундаментальный анализ не может принести пользу профессору кафедры финансов, оперирующему на рынке несколькими тысячами долларов и пытающемуся увеличить доходность своих инвестиций, но менеджер пенсионного фонда IBM, наняв эксперта, вероятно, не останется внакладе.

Сильная форма эффективности

Сильная форма (strong form) **ЭМН** предполагает, что в текущих рыночных ценах отражена вся информация — и общедоступная, и доступная лишь отдельным лицам. Если эта гипотеза верна, то сверхдоходы не могут быть получены даже посвященными — директорами, руководителями и крупнейшими акционерами фирм, или инсайдерами.* Почти никто не верит в справедливость такого предположения. Изучение законных приобретений и продаж, совершаемых посвященными, свидетельствует о том, что, когда данные лица продают акции своих компаний, доходность этих акций будет, скорее всего, ниже среднерыночной, а в случае покупки ими акций верно противоположное.²¹ Еще более очевиден тот факт, что посвященные могут получать прибыли выше обычных за счет незаконных сделок, используя информацию, не оглашаемую публично, например о предложениях по покупке контрольных пакетов, о крупных достижениях в сфере исследований и разработок и т. п. Один из самых известных случаев такого рода имел место в конце 80-х гг.. Айвэн Боски признался в том, что заработал 50 млн дол., приобретая акции фирм, которые вот-вот должны были получить предложения о продаже контрольных пакетов акций. Он упла

²¹См. одно из таких исследований. *Seyhun N. H. Insiders Profits, Costs of Trading and Market Efficiency // Journ. Financial Econ. 1986. June. P. 189-212.*

*В соответствии с Законом о ценных бумагах в США от 1934 г. инсайдером (insider) назывался директор, менеджер или акционер корпорации, владеющий более чем 10% акций этой корпорации и обладающий в силу своего положения информацией и влиянием, которые могут быть использованы им для получения личной выгоды в ущерб другим.

тил крупный штраф и отправился в тюрьму, но зато помог опровергнуть сильную форму ЕМН

В целом имеющиеся доказательства указывают на то, что важнейшие рынки ценных бумаг являются эффективными, но не идеально эффективными. В большинстве случаев участники рынка обладают лишь ограниченными знаниями, а затраты на поиск информации высоки; кроме того, им необходимо выплачивать налоги и покрывать транзакционные затраты. Далее, в тех случаях, когда чрезмерные эмоции вызывают повышение или понижение курсов ценных бумаг, очень трудно — если не невозможно — с уверенностью сказать, курсы каких ценных бумаг отклонялись от нормальных значений и насколько велики эти отклонения. Таким образом, в большинстве случаев и инвесторы и менеджеры должны действовать исходя из предположения, что финансовые рынки эффективны, а курсы ценных бумаг не содержат никаких искажений.

Компромисс между риском и доходностью

Концепция эффективности рынков ведет непосредственно к концепции *компромисса между риском и доходностью* (risk/return tradeoff). При умеренной форме эффективности рынка, когда в ценах отражена вся общедоступная информация и, следовательно, стоимости ценных бумаг не содержат никаких искажений, альтернативы заключаются в том, что более высокие доходы сопряжены с более высоким риском. Другими словами, курсы ценных бумаг формируются таким образом, что получение сверхдоходов исключено и, следовательно, различия в ожидаемых значениях доходности определяются исключительно различиями в степени риска. Для иллюстрации предположим, что ожидаемая доходность по акциям фирмы AT&T 14%, а облигации этой же фирмы приносят всего 9%. Означает ли это, что все инвесторы должны покупать акции AT&T, а не ее облигации или что фирма должна финансироваться за счет заемного, а не акционерного капитала? Конечно же, нет — более высокая ожидаемая доходность акций попросту отражает их большую рисковость. Те инвесторы, которые не могут или не хотят идти на большой риск, выберут облигации AT&T, а более склонные к риску инвесторы купят акции этой же фирмы. С точки зрения самой компании финансирование за счет акционерного капитала является менее рисковым, чем финансирование за счет займов, и поэтому менеджеры AT&T готовы оплачивать акционерный капитал по более высокой цене с тем, чтобы ограничить риск, с которым сталкивается фирма. Если предположить, что менеджеры AT&T: 1) уверены в том, что рынки акций и облигаций обладают умеренной формой эффективности и 2) не располагают закрытой информацией, противоположной рыночным ожиданиям, то они должны быть (если отвлечься от налоговых аспектов) безразличны к выбору между размещением займов и дополнительной эмиссией акций — в том смысле, что каждый из этих типов капитала имеет для фирмы свою цену, соизмеримую со степенью его рисковости.

Мораль этой истории проста. Операции, совершаемые на эффективных рынках, имеют нулевой NPV. Однако рынки материальных товаров, как правило, не являются эффективными, по крайней мере в краткосрочной перспективе, и продажа материальных активов — станков, зубной пасты или торговых центров — может приносить сверхдоходы. Например, в первое время после появления персональных компьютеров фирмы IBM и «Apple» почти монополизировали рынок, и сочетание высокой рентабельности с большим объемом реализации **обеспеч**

вало этим компаниям высокие доходы. Однако их высокие значения доходности привлекли на рынок десятки конкурентов, что имело следствием снижение цен и понижение рентабельности у производителей до уровня, близкого к обычному. Таким образом, рынки материальных товаров могут быть неэффективными в течение непродолжительного времени, но в долгосрочной перспективе они стремятся к состоянию эффективности. С другой стороны, важнейшие рынки капитала почти всегда эффективны.

ЕМН и вытекающая из нее концепция компромисса между риском и доходностью имеют важное значение и для инвесторов, и для менеджеров. Инвесторам ЕМН указывает на то, что любая оптимальная стратегия капиталовложений включает в себя: 1) определение приемлемого уровня риска, 2) формирование Диверсифицированного портфеля инвестиций, имеющих приемлемую степень риска, и 3) минимизацию трансакционных затрат с помощью стратегии «купил и держи»²². Менеджерам ЕМН подсказывает, что нельзя увеличить стоимость фирмы с помощью операций на финансовом рынке. Если NPV таких операций равен нулю, то стоимость фирмы может быть увеличена только за счет операций на рынке материальных товаров и услуг. IBM стала мировым лидером в сфере компьютерной техники, поскольку преуспела в разработке, производстве и сбыте продукции, а не вследствие каких-то выдающихся финансовых решений, и если в будущем она утратит такое положение, то это произойдет из-за неудачных решений в сфере производства и сбыта. Цены финансовых активов в общем и целом являются достаточно объективными, и к решениям, основанным на том, что те или иные ценные бумаги котируются по заниженным или завышенным ценам, нужно относиться весьма осторожно. Говоря об эффективности рынков, мы обычно имеем в виду фондовый рынок, но этот принцип применим и к рынкам ссудного капитала, и поэтому решения, основанные на предположениях о предстоящем взлете или падении процентных ставок, имеют под собой непрочный фундамент.

Иногда новшества на рынках ценных бумаг приводят к получению доходов выше нормального уровня, поскольку новые ценные бумаги, предлагающие такое соотношение между риском и доходностью, которое недоступно для ранее выпущенных ценных бумаг, могут котироваться по завышенной цене. Такой случай имел место в начале 80-х гг., когда фирмы с Уолл-стрит отделяли купоны облигаций государственных займов, чтобы иметь бескупонные государственные ценные бумаги. Однако новые ценные бумаги нельзя было запатентовать, по этому любой ажиотажный спрос, поддерживавший завышенный курс новой ценной бумаги, быстро спал и NPV операций с этими ценными бумагами вскоре снижался до нуля.

²²Этот совет, разумеется, не является исчерпывающим, поскольку нужно учитывать и другие факторы, например налоговые аспекты и перспективы инвестиций. Отметим также, что взаимные инвестиционные фонды отреагировали на ЕМН созданием индексированных фондов, портфели которых привязаны к определенному фондовому индексу (путем инвестирования в ценные бумаги, учитываемые в индексе. — Прим. ред.), на пример S&P 500. Эти фонды предлагают инвесторам диверсификацию инвестиций и не высокие трансакционные затраты. На начало 1001 г. в индексированные фонды было инвестировано около 173 млрд дол., или 5% общего объема инвестиций в ценные бумаги. Десятью годами ранее этот показатель составлял менее 1%. Более того, согласно некоторым подсчетам, доля индексированных инвестиций в общем акционерном капитале США — с учетом менеджеров инвестиционных портфелей, создающих собственные «индексированные фонды», — уже достигла 20% и скорее всего, будет расти.

Вопросы для самопроверки

Назовите три формы гипотезы эффективности рынков (ЕМН)

Какая форма или формы эффективности рынка, по вашему мнению, имеют место на важнейших рынках капитала? на рынках материальных товаров и услуг?

Что означает эффективность рынка с точки зрения связи между риском и доходностью?

Какие выводы из ЕМН должны сделать инвесторы? менеджеры?

Теория агентских отношений

Из вводного курса финансов вам, вероятно, известно, что целью фирмы является максимизация собственности (богатства) ее акционеров, а это сводится к максимизации цены акций фирмы. Хотя такая точка зрения вполне приемлема при первом знакомстве с деятельностью фирм, однако уже давно признано, что менеджеры фирм могут иметь и другие цели, конкурирующие с максимизацией богатства акционеров. Тот факт, что владельцы фирмы — ее акционеры — предоставляют менеджерам право принятия решений, создает потенциальный конфликт интересов, который рассматривается в рамках общей концепции, называемой *теорией агентских отношений* (agency theory)

Агентские отношения возникают в тех случаях, когда один или несколько индивидуумов, именуемых *принципалами*,* нанимают одного или нескольких индивидуумов, именуемых *агентами*, для оказания каких либо услуг и затем наделяют агентов полномочиями по принятию решений. В контексте финансового менеджмента первичные агентские отношения — это отношения: 1) между акционерами и менеджерами и 2) между кредиторами и акционерами.²³

Агентские конфликты

Потенциальный агентский конфликт возникает во всех тех случаях, когда менеджер фирмы владеет менее чем 100% ее голосующих акций. Если фирма находится в собственности одного человека, который сам управляет ею, такой владелец-менеджер будет действовать, стремясь максимизировать свое собственное благосостояние или, в терминах экономической науки, экономический эффект. Владелец-менеджер, вероятно, будет измерять этот эффект в первую очередь размерами своего личного богатства. Но в процессе максимизации полезного эффекта кроме личного богатства будут учитываться и другие факторы, например количество свободного времени и наличие привилегий.²⁴ Однако, если **владелец-менеджер** уступает часть своей собственности, продав часть акций фирмы посторонним инвесторам, возникает потенциальный конфликт интересов, именуемый *агентским конфликтом*. Например, после продажи части акций владелец-менеджер может решить вести менее напряженную жизнь и не

²³ Классическая работа по применению теории агентских отношений к финансовому управлению: Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure // Journ. Financial Econ. 1976. Oct. P. 305-360

²⁴ Под привилегиями понимаются дополнительные блага, предоставляемые руководителям фирм, — роскошные кабинеты, персональные помощники, оплата счетов, лимузины, служебные самолеты, крупные пенсионные выплаты и т. д.

* **Принципал** (от лат. principalis — главный) — глава, хозяин, доверитель, лицо, от имени которого действует агент, представитель, доверенное лицо.

столь усердно работать, поскольку теперь ему будет отчисляться лишь часть со вкупного дохода. Кроме того, он может решить увеличить свои привилегии, так как стоимость этих привилегий будет теперь частично покрываться другими акционерами. В сущности сам факт неполучения владельцем менеджером всего дохода компании, создаваемого его усилиями, представляет собой сильный стимул для совершения действий, не отвечающих интересам всех акционеров

Потенциальные агентские конфликты имеют важное значение для большинства крупных корпораций, поскольку, как правило, менеджеры крупных фирм владеют лишь небольшим процентом их акций. В такой ситуации максимизация богатства акционеров может стать отнюдь не первостепенной целью менеджера. Например, по мнению многих специалистов, главной целью менеджеров-агентов является увеличение размеров фирмы.²⁵ Создавая крупную, стремительно растущую фирму, менеджеры: 1) закрепляют за собой свои места, поскольку скупка контрольного пакета акций другими фирмами становится менее вероятной, 2) увеличивают собственную власть, статус и оклады, 3) создают дополнительные возможности для своих подчиненных — менеджеров низшего и среднего уровня. Далее, так как менеджеры большинства крупных фирм владеют лишь ничтожной долей акций этих фирм, утверждается, что они проявляют ненасытный аппетит к окладам и привилегиям, а также щедро жертвуют средства корпораций благотворительным организациям, которым они покровительствуют, поскольку большая часть этих расходов ложится на прочих акционеров

Агентские затраты

Очевидно, что менеджеров можно побудить действовать на благо акционеров с помощью стимулов, ограничений и наказаний. Но эти средства эффективны лишь в тех случаях, когда акционеры могут проследить за всеми действиями менеджеров. Проблема *морального риска* (moral hazard), т. е. возможность незамеченных действий менеджеров в своих собственных интересах, возникает ввиду того, что акционеры на практике не могут контролировать все действия менеджеров. Как правило, для уменьшения агентских конфликтов и частичного решения проблемы морального риска акционеры должны нести *агентские затраты* (agency costs), к которым относятся все затраты, производимые с целью побудить менеджеров действовать с позиции максимизации достояния акционеров, а не своих эгоистических интересов. Существуют три важнейшие категории агентских затрат: 1) расходы на осуществление контроля за деятельностью менеджеров, например затраты на проведение аудиторских проверок, 2) расходы на создание организационной структуры, ограничивающей возможность нежелательного поведения менеджеров, например введение в состав правления внешних инвесторов; 3) альтернативные затраты, возникающие в тех случаях, когда условия, установленные акционерами, например обязательное голосование акционеров по определенным вопросам, ограничивают действия менеджеров, противоречащие достижению основной цели — увеличению богатства акционеров

Если акционеры не предпринимают никаких усилий с тем, чтобы повлиять на поведение менеджеров, и, следовательно, агентские затраты равны нулю,

²⁵ Wildsmith R. Managerial Theories of the Firm. New York: Dunellen, 1974

почти неизбежна потеря акционерами части своего богатства вследствие неэффективных (для акционеров) действий менеджеров. Напротив, если акционер попытается добиться полного соответствия всех действий менеджеров своим интересам, агентские затраты будут весьма высоки. Таким образом, оптимальную величину агентских затрат следует определять тем же методом, каким принимаются любые инвестиционные решения: агентские затраты могут увеличиваться пока каждый доллар их природы обеспечивает увеличение богатства акционера более чем на 1 долл. В сущности увеличение агентских затрат приемлемо пока NPV каждого доллара прибыли, обеспечиваемый этими затратами, имеет положительное значение.

Стимулирование менеджеров

Существуют две крайние точки зрения по поводу способов разрешения агентского конфликта **акционер—менеджер**. Сторонники одной крайности утверждают, что, если вознаграждение менеджеров фирмы зависело бы только от курса акций фирмы, агентские затраты были бы невысоки, поскольку у менеджеров в этом случае имелся бы сильнейший стимул для максимизации собственности акционеров. Однако было бы трудно — если не невозможно — нанять компетентных менеджеров на подобных условиях, поскольку при таком варианте их заработки зависели бы и от экономической конъюнктуры, над которой они не властны. Согласно другой крайней точке зрения, акционеры могут контролировать все действия менеджеров, однако такой вариант был бы весьма дорогостоящим и неэффективным. Оптимальное решение находится где-то между двумя этими полюсами и предусматривает увязку вознаграждения руководителя фирмы с результатами ее деятельности и одновременно некоторый контроль над его действиями. Помимо контроля существуют следующие механизмы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров: 1) системы стимулирования на основе показателей деятельности фирмы; 2) непосредственное вмешательство акционеров; 3) угроза увольнения; 4) угроза скупки контрольного пакета акций фирмы.

Системы стимулирования на основе показателей деятельности фирмы. В настоящее время фирмы во все большей степени увязывают вознаграждение менеджеров с результатами деятельности компании, вводя системы стимулирования на основе показателей, достигнутых компанией. В 50-60-е гг. большинство таких систем предусматривало *фондовые опционы руководителей* (executive stock options), позволявшие менеджерам приобрести акции фирмы в определенное время в будущем по заранее оговоренной цене. Такие опционы имели ценность лишь в том случае, если рыночная цена данных акций превышала цену исполнения опциона. В основе этих планов лежало предположение о том, что, разрешая менеджерам приобретать акции по фиксированной цене, фирма создает стимул, побуждающий их стремиться повысить курс ее акций. Однако в 70-е гг. такие системы потеряли популярность, поскольку опционы, как правило, не оправдывали себя — в эти годы на фондовом рынке господствовала тенденция к снижению деловой активности, вызванная ростом процентных ставок, и курсы акций не обязательно отражали результаты работы менеджеров. Кроме того, было признано, что при общем снижении процентных ставок в стране курсы акций, как правило, повышаются даже у плохо управляемых фирм. Такая ситуация имела место в 80-е гг. Поскольку системы стимулирования должны основываться на тех факторах, которые управляются менеджерами,

а общие колебания рынка не могут ими контролироваться, системы фондовых опционов оказались слабыми стимуляторами

Все это привело к тому, что системы фондовых опционов перестали быть единственным средством стимулирования менеджеров. Если в 1970 г из 100 крупнейших компаний США в 61 единственным средством стимулирования менеджеров являлись фондовые опционы, то в 1992 г все 100 крупнейших фирм использовали и другие системы. Сейчас почти все фирмы используют систему наградных акций (performance shares), т е акций, предоставляемых ответственным работникам фирмы в качестве вознаграждения за успехи в работе, измеряемые объективными показателями — доходом на одну акцию, доходом на активы, доходом на акционерный капитал и т д. Например, фирма «Honeywell» использует в качестве основного показателя при оценке результатов работы доход на одну акцию. Фирма устанавливает для своих менеджеров два частично накладываются друг на друга четырехлетних периода, интервал между началом первого периода и началом второго периода составляет два года. В начале каждого периода за каждым из ответственных работников закрепляется определенное число акций — от 10000 у президента до 1000 акций у менеджера Низшего звена. Если компания достигает запланированных показателей, на пример увеличения дохода на одну акцию в среднем на 13% в год, менеджеры получают 100% выделенных им акций. Если показатели деятельности корпорации выше запланированных, менеджеры могут получить и большее количество акций — максимум 130% при росте дохода на акцию на 16% в год. Однако если этот показатель ниже 13% в год, менеджеры получают менее 100% акций, а если среднегодовой прирост дохода на акцию меньше 9%, они не получают ничего. Чтобы иметь право на получение наградных акций, менеджеры должны проработать в фирме в течение всего оцениваемого периода (четыре года).

Наградные акции могут иметь ценность даже при неизменном или снижающемся в силу рыночной конъюнктуры курсе акций фирмы, в то время как фондовые опционы при аналогичных условиях не имеют ценности, даже если менеджеры и добились больших успехов в повышении дохода на одну акцию. Разумеется, ценность наградных акций зависит от успехов фирмы на рынке. 1000 акций «Honeywell» имеет гораздо большую ценность, если рыночная цена Акции не 40, а 60 дол.

Все системы стимулирования с помощью вознаграждений — фондовые опционы руководителей, наградные акции, премии за рост прибыли и т д — должны обеспечивать достижение двух целей. Во первых, они предлагают руководящим работникам фирм стимулы, побуждающие стремиться к максимизации богатства акционеров. Во-вторых, такие системы должны помогать фирмам привлекать и удерживать у себя менеджеров, уверенных в том, что их финансовые перспективы зависят от их собственных способностей и энтузиазма, а из таких людей получаются самые лучшие руководители высшего уровня. Хорошо продуманные системы обеспечивают достижение обеих этих целей.

Непосредственное вмешательство акционеров. Хотя громадное количество акций принадлежит индивидуальным держателям, все большая их доля сосредоточивается у институциональных инвесторов — страховых компаний, пенсионных фондов, взаимных инвестиционных фондов. В 1992 г таким инвесторам принадлежало более половины совокупного акционерного капитала компаний США, поэтому финансовые менеджеры этих организаций при желании могут оказывать значительное влияние на деятельность фирм. Институциональные

инвесторы фактически являются главными собственниками ряда фирм, например, фирма «Lotus Development» на 82% принадлежит институциональным инвесторам, в фирме «Reynolds Metals» их доля составляет 77%. Институциональные инвесторы могут влиять на деятельность менеджеров фирм двумя способами. Во-первых, они могут вступать в контакт с руководством фирмы и вносить предложения, касающиеся ее деятельности. В сущности институциональные инвесторы могут действовать в роли лоббистов, представляющих интересы массы акционеров. Во-вторых, любой акционер, владеющий в течение года акциями фирмы на сумму минимум 1000 дол., может внести предложение, по которому должно быть проведено голосование на ежегодном собрании акционеров, даже если руководство фирмы не одобряет этого предложения. Хотя такие предложения акционеров не имеют обязательной силы и их область ограничена вопросами, не имеющими отношения к повседневной деятельности фирмы, результаты голосований по ним оказывают очевидное влияние на высшее руководство фирм. В 1991 г. на собраниях акционеров ставились на голосование 123 предложения, внесенных акционерами, — вдвое больше, чем в 1989 г. И шансы на успех у подобных предложений растут: в 1991 г. 13 таких предложений собрало не менее 50% голосов, в то время как в 1987 г. не было ни одного аналогичного случая.

Иллюстрацией все более активной роли институциональных акционеров могут служить недавние события в фирме «Lockheed» — крупнейшем подрядчике Министерства обороны. Новый руководитель компании Дэниел Теллеп осудил план реорганизации, который должен был резко увеличить доходы акционеров, однако этот план не сработал и цена акции упала с 55 до 36 дол. Институциональные инвесторы, владевшие 46% акций фирмы, сделали ряд предложений, **предусматривавших**: 1) избавление компании от «отравленных пилюль», 2) проведение тайных голосований с тем, чтобы руководство фирмы не могло бы узнать, кто голосовал за и кто против любых предложений руководства и акционеров; 3) устранение из устава компании ряда положений, препятствовавших скупке контрольного пакета.²⁶ Было очевидно, что принятие этих предложений сделало бы более вероятной скупку контрольного пакета акций компании, и Теллеп вместе с правлением фирмы воспротивился. Независимо от этого биржевик Хэронд Симмонс скупил 19% акций «Lockheed» и попросил предоставить ему 6 из 15 мест в правлении. Руководство фирмы ответило отказом, и Симмонс объявил о выдвижении собственного списка кандидатов в члены правления. То

²⁶ *Отравленной пилюле* (poison pill) называют то или иное действие менеджера, снижающее ценность фирмы в глазах потенциальных покупателей и тем самым противодействующее их возможному желанию поглотить фирму. Как правило, «отравленные пилюли» предназначаются для защиты скорее менеджеров, чем акционеров. Проведение тайного голосования имеет важное значение, поскольку известны случаи, когда руководители корпораций угрожали менеджерам пенсионных фондов изъятием активов корпораций из этих фондов, если данные менеджеры проголосуют против руководства фирмы. Поскольку руководители одной компании зачастую входят в состав правлений других фирм, у них преобладает «клубный дух» и руководитель компании А может принять меры против менеджера своего пенсионного фонда, проголосовавшего против руководства компании В. Естественно, при этом он рассчитывает на ответную защиту со стороны руководства компании В. Ввиду этого менеджеры государственных пенсионных фондов, например пенсионного фонда государственных служащих Калифорнии, до сих пор были лидерами по части использования своих возможностей при голосованиях на собраниях акционеров.

гда институциональные инвесторы сообщили Теллепу и Симмонсу, что они под держат только такой состав правления, который согласится с предложениями акционеров; Теллеп и Симмонс согласились поддержать эти предложения. По еле подсчета голосов выяснилось, что в правление прошли кандидаты Теллепа, Но все три предложения акционеров были приняты. Увидев мощь институци опальных инвесторов, Теллеп предложил им три места в расширенном составе правления Несмотря на это, акционеры продолжали оказывать давление на Теллепа Представитель одного крупного институционального инвестора ска зал: «Мы видим, что Симмонс пока не продал своих акций, и мы не продали своих, и остальные крупные держатели тоже не продали... Но если положение не улучшится, — добавил он, — в следующем году голосование может пройти по другому».

Почему же институциональные инвесторы внезапно стали проявлять такой интерес к управлению принадлежащими им фирмами? Главная причина за ключается в том, что теперь этим инвесторам уже нелегко уйти с рынка. Их инвестиционные портфели настолько велики, что в случае поспешной распро дажи ими акций произойдет обвальное падение курсов этих акций Институци опальные инвесторы предпочли оставаться на рынке и работать с руководством фирм Кроме того, менеджеры пенсионных фондов в последнее время подвер гались сильному давлению со стороны Министерства труда, которое, согласно Закону о пенсионном обеспечении наемных работников, контролирует инвести ционную деятельность этих фондов. Данный закон требует, чтобы менеджеры пенсионных фондов голосовали в интересах своих бенефициаров (доверителей), а это зачастую означает голосование против руководства корпораций. Нако нец, Комиссия по ценным бумагам и биржам расширила круг вопросов, кото рые могут затрагиваться в предложениях, вносимых акционерами фирм. Со всем недавно она включила в их число вопрос о вознаграждении руководителей фирм В прошлом этот вопрос относился к категории «текущих вопросов» и соответственно не мог затрагиваться в предложениях акционеров Точно так же Комиссия недавно заставила несколько компаний позволить своим акционерам провести голосование по поводу крайне щедрых пенсионных выплат («золотые парашюты») уходящим со своих постов руководителям.

Самая фундаментальная перемена, которая пользуется поддержкой ин ституциональных инвесторов, заключается в предоставлении большей само стоятельности советам директоров фирм; контролируемое менеджерами пра вление обособленно считается слабым звеном в системе подотчетности мене джеров акционерам фирмы По мнению большинства экспертов по управле нию корпорациями, директора слишком часто оказываются «в кармане» у менеджеров, и поэтому институциональные инвесторы добиваются обеспече ния подлинной независимости правлений. Многие институциональные инве сторы хотели бы видеть на посту председателя правления внешнего незави симого директора, поскольку они не верят в то, что председатель менеджер служит в первую очередь акционерам, а не преследует собственные интере сы

Угроза увольнения До недавнего времени вероятность смещения руковод ства крупной фирмы ее акционерами была столь незначительной, что не пред ставляла собой серьезной угрозы Это объяснялось тем, что владение фирмой было настолько расплывлено, а контроль менеджеров над механизмом управления настолько силен, что акционеры-диссиденты практически не имели возможно

сти собрать нужное для смещения менеджеров число голосов. Однако, как уже отмечалось, в настоящее время положение меняется.

Рассмотрим случай с банком «Baltimore Bancorp». Недавно председатель правления этой фирмы Гарри Л. Робинсон отклонил щедрое предложение своего конкурента — «First Maryland Bancorp», желавшего купить контрольный пакет акций по цене 17 дол. за акцию. Обескураженные акционеры стали свидетелями падения цены акций до 5 дол., а затем подняли восстание, которое возглавил один балтиморский бизнесмен. Диссиденты выдвинули свой список кандидатов в директора и заручились поддержкой балтиморской инвестиционной компании «T. Rowe Price», которой принадлежало около 9% акций банка. На очередном ежегодном собрании акционеров банка диссидентам досталось 6 из 18 мест в правлении. Вслед за этим правление сместило Робинсона и банком начала управлять новая команда менеджеров.

Помимо очевидных случаев, когда акционеры использовали свои права и смещали руководство фирм — типа случая с «Baltimore Bancorp», — имело место гораздо большее число менее заметных происшествий. В последние годы ушли в отставку, как утверждают в связи с плохими результатами деятельности компаний, генеральные менеджеры или другие высшие руководители фирм «Goodyear», «General Motors» и IBM. Стандартные причины отставок руководителей типа «по состоянию здоровья» и «по причинам личного характера» все больше уступают место мотиву «по просьбе правления».

Угроза враждебного поглощения фирмы *Враждебное поглощение (hostile takeover)*, т. е. поглощение, которое может произойти против воли руководителей корпорации, чаще всего бывает в тех случаях, когда акции фирмы ввиду плохого управления имеют заниженную — относительно потенциала фирмы — стоимость. В подобных случаях менеджеры фирмы, перешедшей в другие руки, обычно увольняются, а оставшиеся теряют ту самостоятельность, которой они пользовались ранее. Это обстоятельство является для менеджеров сильным стимулом, побуждающим их стремиться к максимизации цены акций. Как сказал президент одной компании: «Если хочешь сохранить власть, не позволяй продавать акции своей компании по льготным ценам».

Еще один агентский конфликт — акционеры и кредиторы

Помимо конфликта между акционерами и менеджерами заслуживает рассмотрения еще один агентский конфликт — между акционерами и кредиторами. Кредиторы имеют право на часть доходов фирмы (в размере процентов и выплат в счет погашения основного долга), а также на активы фирмы в случае ее банкротства. Однако контроль за решениями, от которых зависят рентабельность и рисковость активов фирмы, осуществляют акционеры, действующие через менеджеров фирмы. Кредиторы ссужают средства фирме под проценты, ставка которых, среди прочего, зависит от: 1) рисковости имеющихся у фирмы активов; 2) ожидаемой рисковости будущих дополнительных активов; 3) существующей структуры капитала фирмы; 4) ожидаемых будущих решений, затрагивающих структуру капитала фирмы. Таковы первичные факторы, определяющие рисковость денежных потоков фирмы и, следовательно, надежность ее долговых обязательств; учитывая эти факторы, кредиторы определяют свои значения требуемой доходности.

Предположим, что акционеры, действующие через менеджеров, заставляют фирму взяться за реализацию нового крупного проекта, уровень риска по ко-

торому выше ожидавшегося кредиторами фирмы. Увеличение риска приведет к повышению требуемой доходности по долговым обязательствам фирмы, что в свою очередь ведет к снижению рыночной стоимости невыплаченного долга. Если это рискованное вложение капитала окажется успешным, все его выгоды достанутся акционерам фирмы, поскольку доходы кредиторов являются фиксированными и соответствуют первоначальному, более низкому уровню риска. Однако в случае неудачи проекта держателям облигаций придется взять на себя часть убытков. С точки зрения акционеров такие капиталовложения представляют собой беспроигрышную игру в «вершки и корешки», что, очевидно, не может устраивать кредиторов. Сходным образом предположим, что менеджеры увеличивают долю заемных средств фирмы, стремясь повысить доход на акционерный капитал. Если старые долговые обязательства не имеют приоритета по отношению к новым, их ценность снизится, поскольку на денежные потоки и активы фирмы будет притязать большее число кредиторов. В обоих случаях — в при осуществлении рискованных проектов, и при увеличении задолженности — акционеры фирмы получают выгоду за счет кредиторов фирмы.

Следует отметить, что в большинстве случаев действия, направленные на максимизацию общей стоимости фирмы (рыночной стоимости ее заемного и акционерного капитала),* максимизируют и цену ее акций. Однако может возникнуть и такая ситуация, когда общая стоимость фирмы снижается, а цена ее акций растет. Такое положение может возникнуть в том случае, если величина заемного капитала фирмы снижается, но часть утрачиваемой таким образом стоимости передается акционерам фирмы. В этом случае общая стоимость фирмы может снизиться даже при росте цен акций. Нетрудно понять, что если менеджеры будут отдавать предпочтение акционерам перед держателями облигаций, то могут возникнуть проблемы.

Могут ли — и должны ли — акционеры, действуя с помощью своих агентов, попытаться экспроприировать часть доходов у кредиторов фирмы? Обычно ответ на этот вопрос бывает отрицательным. Во-первых, такое поведение акционеров неэтично, а неэтичным поступкам нет места в мире бизнеса. Во вторых, в случае подобных попыток кредиторы станут защищать себя, вводя ограничительные положения в будущие соглашения о предоставлении займов. Наконец, если кредиторы установят, что менеджеры пытаются увеличить богатство акционеров за их счет, они либо откажутся от дальнейшего ведения дел с этой фирмой, либо станут взимать с нее проценты выше обычных — в качестве компенсации за риск возможной эксплуатации. Таким образом, фирма, которая ведет нечестную игру со своими кредиторами, либо лишается доступа на рынок наемного капитала, либо сталкивается с высокими ставками процентов по кредитам и другими ограничениями; обе эти перспективы чреваты ущербом для акционеров.

Из сказанного выше вытекает, что, для того чтобы лучшим образом служить акционерам своих фирм, менеджеры должны вести честную игру с кредиторами, т.е. соблюдать и букву и дух кредитных соглашений. Менеджеры являются агентами и акционеров и кредиторов фирм и должны соблюдать баланс между интересами этих двух групп держателей ценных бумаг. Аналогичным образом те действия менеджеров, которые направлены на эксплуатацию богатства у других заинтересованных лиц (stakeholders) — работников, клиентов, по

* **Капитал** фирмы состоит из двух основных частей: акционерный и заемный, последний формируется обычно путем выпуска облигационных займов.

ставщиков и общественности, в силу существующих ограничений и санкций в конечном счете нанесут ущерб акционерам фирмы. Таким образом, мы приходим к следующему выводу: в нашем обществе менеджеры, желающие наилучшим образом служить интересам акционеров, должны честно относиться ко всем сторонам, чье экономическое положение затрагивают принимаемые ими решения

Вопросы для самопроверки

Что такое агентские конфликты? Назовите два важнейших агентских конфликта в сфере финансов корпораций.

Что такое агентские затраты и кто их несет?

Назовите некоторые механизмы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров и в интересах кредиторов

Почему менеджерам не следует совершать действия, являющиеся очевидно несправедливыми по отношению к каким-либо лицам, заинтересованным в деятельности фирмы?

Теория асимметричной информации

Как отмечалось в разделе, посвященном гипотезе эффективности рынков, менеджеры, как правило, не обладают какой-либо дополнительной, недоступной остальным информацией ни об общем состоянии фондового рынка, ни о будущем уровне процентных ставок, однако они обычно лучше, чем посторонние наблюдатели, информированы о перспективах их собственных фирм. Когда менеджер знает о будущем своей фирмы больше, чем наблюдающие за ней аналитики и инвесторы, имеет место *асимметричная информация*. В таком случае менеджеры фирмы могут на основе имеющейся у них закрытой информации определить, что цена акций или облигаций их фирмы завышена или занижена. Разумеется, существуют различные степени асимметрии — руководство фирмы почти всегда лучше, чем посторонние наблюдатели, информировано о ее перспективах, однако в некоторых случаях эта разница в информированности слишком мала, чтобы оказать влияние на действия менеджеров. В других, менее частых случаях — например, накануне объявления о слиянии фирм или когда фирма добилась какого-то крупного успеха в сфере исследований и разработок — менеджеры могут обладать конфиденциальной информацией, которая после ее обнародования значительно изменит котировку ценных бумаг фирмы.²⁷ В большинстве случаев степень асимметрии информации находится где-то по середине между двумя этими крайностями.

Далее в этой книге будет показано, что асимметричная информация может оказывать значительное влияние и на финансовые рынки, и на решения, принимаемые менеджерами. Потенциальное влияние асимметричной информа-

²⁷ По нашему мнению, асимметричная информация влияет прежде всего на динамику цен акций, однако определенное значение она имеет и для рынка облигаций. Например, когда руководство «RJR Nabisco» объявило о намерении выкупить свою компанию за счет привлечения ресурсов под новую эмиссию ценных бумаг, владельцы облигаций, эмитированных ранее этой компанией, понесли убыток около 20%. Падение цен на облигации было обусловлено мгновенным осознанием того, что если такая операция произойдет, то доля внешних источников в капитале компании резко возрастет, а это приведет к увеличению степени риска.

ции на рынки продемонстрировано в работе Джорджа **Акерлофа**, озаглавленной «Рынок „лимонов"»²⁸ Акерлоф применил логику асимметричной информации к рынку подержанных автомобилей (плохие автомобили называются лимонами — *Прим. ред.*). На этом рынке продавцы машин знают о качестве машин значительно больше, чем покупатели. Последних тревожит главным образом вопрос о том, почему продавцы избавляются от своих автомобилей. Разумеется, некоторые люди могут продавать свои автомобили, поскольку ввиду прибавления семейства им стали необходимы более вместительные машины, другим просто нравится каждые два года покупать новую модель. Машины, продаваемые по этим причинам, вероятно, будут находиться в хорошем состоянии и смогут служить покупателям в течение долгих лет. Однако многие подержанные авто продаются потому, что они не приносят своим владельцам ничего, кроме хлопот, — это так называемые лимоны.

Средний покупатель подержанных автомобилей не способен отличить хорошую машину от лимона. Поэтому покупатели не хотят платить за подержанные машины по максимальным ценам: если хорошая подержанная машина стоит 8000 дол., а лимон не стоит ничего и вероятность заполучить лимон составляет 50%, покупатели будут готовы заплатить $0.50 \cdot 8000 \text{ дол.} + 0.50 \cdot 0 \text{ дол.} = 4000 \text{ дол.}$ за любую подержанную машину. Акерлофа в первую очередь интересовал вопрос о том, может ли асимметричная информация привести к краху рынка. Поскольку покупатели снижают цену, которую они готовы заплатить за подержанные машины из-за своей неспособности отличить хорошую машину от лимона, владельцы хороших машин не захотят продавать их. Это повысит вероятность покупки лимона и соответственно еще более снизит цену, которую готовы заплатить покупатели. В конце концов на продажу будут предлагаться **только** никому не нужные лимоны и рынок подержанных автомобилей перестанет функционировать.

Ту же логику можно применить к любому рынку, на котором существуют значительные информационные асимметрии, в том числе и к финансовым рынкам. Очевидно, что для улучшения функционирования рынка подержанных автомобилей требуется уменьшить информационные асимметрии. Покупатели машин могут сделать это, научившись отличать хорошие машины от лимонов. Профессиональные торговцы автомобилями, работающие на таком рынке, либо овладевают этим искусством, либо быстро оставляют подобное занятие. Кроме того, покупатель подержанной машины может показать ее «эксперту» механику. Конечно, оба этих метода — и повышение собственной квалификации, и использование чужой — требуют затраты и денег и времени. Кроме того, проверяя машину у автомеханика, покупатель снова оказывается в ситуации **информационной** асимметрии. Предполагается, что механик определит истинное состояние машины и даст ему объективную оценку, однако гарантировать это нельзя.

Со своей стороны продавцы хороших автомобилей могут постараться довести соответствующую информацию до покупателей. Они могли бы рассказывать покупателям о том, как хорошо ухаживали за данной машиной, о том, что на ней ездили только в церковь по воскресным дням, и о том, как пове-

²⁸ *Akerlof G. A. The Market for «Lemons» Quality Uncertainty and the Market Mechanism // Quart. Journ. Econ. 1970. Aug.* (русский перевод: *Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: Неопределенность качества и рыночный механизм // THESIS 1994 № 5. С. 91-104 — Прим. ред.*).

зет покупателю, если он купит эту машину. Такой метод — «вешать лапшу на уши» — не требует никаких затрат, и поэтому им могут воспользоваться все продавцы, независимо от состояния машины. Кроме того, покупатель не может объективно определить истинность этих заверений. Единственный убедительный способ, которым продавец может информировать покупателя о том, что машина хороша, состоит в том, чтобы выполнить какое-то действие, которое однозначно будет расценено покупателем как доказательство хорошего состояния машины. Такие действия именуется *сигналами*, а процесс передачи сигналов — *сигнализацией*. Так, продавец хорошей машины может предлагать потенциальным покупателям семидневный испытательный срок или гарантию от поломок сроком на 90 дней. Совершая эти действия, продавцы дают потенциальным покупателям сигнал, указывающий на то, что их машины находятся в хорошем состоянии. Сигналы имеют особую ценность в тех случаях, когда они не могут нести ложную информацию, т. е. когда их нельзя имитировать. В нашем примере владельцы лимонов не могут позволить себе использование таких сигналов, поскольку: 1) семидневный испытательный срок выявит плохое состояние машины и 2) обеспечение гарантии на проданный лимон обошлось бы слишком дорого.

Какое отношение к финансовому менеджменту имеют информационная асимметрия и сигнализация на рынке подержанных автомобилей? Ответ должен быть очевиден. Поскольку одной из главных целей менеджера является максимизация богатства акционеров, менеджеры, как правило, заинтересованы в том, чтобы максимально быстро довести до сведения общественности благоприятную конфиденциальную информацию. Как можно решить эту задачу? Простейший способ — это проведение пресс-конференции или выпуск пресс-релиза с благоприятной информацией. Однако эти формы информирования общественности имеют лишь ограниченную ценность, поскольку публика не знает, как убедиться в истинности сообщаемых сведений или как оценить их значимость. Если менеджеры смогут найти действительно убедительный способ просигнализировать о благоприятных перспективах своей фирмы, эта информация будет всерьез воспринята инвесторами и отразится на стоимости ценных бумаг. Классическим примером распространения информации в форме сигнализации являются объявления о выплате дивидендов. Когда фирма объявляет о значительном увеличении выплачиваемых дивидендов, ее менеджеры тем самым дают инвесторам сигнал о том, что фирма рассчитывает на получение солидной прибыли. Аналогично, когда большинство инвесторов ожидают увеличения дивидендов, но этого не происходит, менеджеры фирмы дают негативный сигнал.

Информационная асимметрия, а также решения, принимаемые менеджерами и являющиеся сигналами для непосвященных, играют важную роль в управлении финансами. На протяжении всей книги мы будем встречаться с примером того, как асимметричная информация и сигнализация оказывают влияние на решения, принимаемые в сфере финансового менеджмента.

Вопросы для самопроверки

Противоречит ли теория асимметричной информации гипотезе эффективности рынков?

Какие уроки могут извлечь специалисты по финансовому менеджменту из работы Акерлофа, посвященной рынку подержанных автомобилей?

Теория финансов: некоторые комментарии

Рассмотренные в данной главе различные аспекты теории финансов имеют отношение к большинству решений, принимаемых в сфере управления финансами. Ранние теории, например теории, разработанные Модильяни и Миллером, как правило, основаны на допущении существования идеальных рынков капитала. Несмотря на то что в действительности рынки не являются **идеальными**, эти теории все же очерчивают рамки, в которых принимаются финансовые решения. Недостаточно усвоить методику принятия решений по управлению финансами (например, как осуществляется сравнение вариантов аренды и покупки), поскольку в реальной действительности ситуации бывают весьма разнообразными и зачастую отличаются от тех, что изучаются студентами. В таких случаях необходимо суметь приспособить методику анализа к конкретной ситуации, а для этого очень важно понимать теоретические основы данной методики.

Несмотря на несомненную ценность ранних теорий, они в общем и целом не слишком способствуют пониманию явлений реального мира. По видимому, в каждой из этих теорий не учтен какой-то ключевой элемент, а допущение существования идеального рынка капитала не способствует объяснению явлений, имеющих место в реальной жизни. Многие ученые считают, что наиболее уязвимым местом гипотезы идеального рынка капитала является предпосылка, согласно которой все субъекты рынка обладают одинаковым объемом информации; по мнению этих ученых, введение понятия асимметричной информации позволяет теории финансов лучше объяснять реальные явления. Поэтому сегодня значительная часть научных исследований посвящена информационным асимметриям и их последствиям. Отметим также, что некоторые теории, пользовавшиеся одно время широким признанием, позднее оказались несостоятельными, а затем уступили место «новым и усовершенствованным» теориям. Тем не менее в настоящее время практика финансового менеджмента основана на тех теориях, которые представлены в данной главе; продолжая знакомство с книгой, не следует упускать из виду этот момент.

Вопрос для самопроверки

Как соотносятся друг с другом ранние теории финансов и теория асимметричной информации?

Резюме

В данной главе мы рассмотрели многие теории финансов, лежащие в основе современной практики финансового менеджмента. Ниже перечислены ключевые моменты главы 1.

- Большинство ранних теорий финансов основано на допущении существования *идеальных рынков капитала*. Выражаясь упрощенно, идеальный рынок капитала — это рынок, на котором не существует никаких *затруднений*, вследствие чего обмен ценных бумаг и денег может совершаться легко и не сопряжен с какими-либо затратами. Идеальный рынок капитала имеет следующие характеристики: 1) отсутствуют трансакционные (брокерские) затраты; 2) отсутствуют налоги; 3) имеется большое количество покупателей и продавцов, и ни один из

них не может воздействовать на цены обращающихся на рынке ценных бумаг; 4) как физические, так и юридические лица имеют равный доступ на рынок; 5) отсутствуют информационные затраты, поэтому все субъекты рынка обладают одинаковым объемом информации; 6) все субъекты рынка имеют одинаковые (гомогенные) ожидания; 7) отсутствуют затраты, связанные с финансовыми затруднениями

- *Ставка дисконта*, используемая при анализе дисконтированного денежного потока (DCF), должна отражать 1) рисковость данного потока, 2) преобладающий уровень доходности; 3) степень дискретности денежного потока

- В одной из самых важных работ по теории управления финансами Франко Модильяни и Мертон Миллер пришли к заключению о том, что стоимость фирмы зависит исключительно от ее будущих доходов (как их уровня, так и рисковости), но не от соотношения между ее заемным и акционерным капиталом. Если бы эта теория была корректна, менеджерам не приходилось бы волноваться, принимая решение по структуре капитала фирм, поскольку данный фактор, согласно этой теории, не влияет на цену акций фирм. Подобно многим другим ранним теориям финансов этот вывод **Модильяни—Миллера** был основан на гипотезе идеального рынка капитала, включая нулевое налогообложение. Показав, при каких условиях структура капитала не влияет на цену акций фирмы, Модильяни и Миллер привлекли внимание к проблеме возможного влияния использования заемного капитала на стоимость фирмы.

- Позднее Модильяни и Миллер опубликовали вторую работу по структуре капитала, в которой они ввели в свою модель новый фактор — *налоги на корпорации*. С учетом этого фактора была показана прямая связь между ценой акций фирмы и использованием фирмой заемного капитала. Согласно данной версии модели **Модильяни—Миллера**, фирмам следует почти на 100% финансироваться за счет займов. Такой результат объясняется структурой налогообложения корпораций в США — из налогооблагаемой прибыли корпораций вычитаются проценты по займам, но не выплачиваемые дивиденды. При увеличении доли заемного капитала фирмы выплачивают меньшие налоги и, следовательно, к инвесторам поступает более значительная доля прибыли фирм.

- Обычно доля заемных средств в капитале фирм значительно меньше 100%. Это обстоятельство поставило под сомнение выводы **Модильяни—Миллера**, и в их модель был введен фактор *финансовых затруднений*. Согласно модифицированной таким образом теории, по мере увеличения доли заемного капитала стоимость фирмы возрастает благодаря экономии от снижения налогов (за счет вычета процентов из налогооблагаемой прибыли), однако начиная с определенного момента (когда достигается оптимальная структура капитала) рост задолженности ведет к снижению стоимости фирмы, поскольку экономия от снижения налогов перекрывается растущими затратами, связанными с поддержанием высокой доли заемного капитала. Эта модифицированная теория **Модильяни—Миллера**, получившая название *теории компромисса*, позволяет лучше понимать влияние различных факторов на процесс формирования оптимальной структуры капитала фирмы.

- Для идеальных рынков капитала Модильяни и Миллер доказали также, что *политика выплаты дивидендов* не влияет на стоимость фирмы. Чтобы выплатить в качестве дивидендов еще 1 дол., необходимо продать новые акции на сумму в 1 дол., поэтому приведенная стоимость дивидендов, выплачиваемых прежним акционерам, уменьшится на 1 дол.

- Основной вывод из *теории портфеля* Марковица состоит в том, что, как правило, общий риск инвестора может быть снижен при объединении отдельных рискованных активов в портфель. Теория портфеля указывает на то, что: 1) с целью минимизации риска инвесторам следует группировать активы в инвестиционные портфели и 2) рискованность отдельного актива следует измерять его влиянием на общую рискованность диверсифицированного портфеля.

- Хотя теория портфеля учит инвесторов измерять риск, она не констатирует связи между уровнем риска и требуемой доходностью. *Модель оценки доходности финансовых активов* (САРМ), разработанная Шарпом и др., указывает на то, что требуемая доходность для любого рискованного актива представляет собой функцию трех факторов: 1) безрисковой доходности; 2) средней доходности на рынке ценных бумаг; 3) индекса колеблемости доходности данного актива.

- До недавнего времени *теория опционов* не считалась особенно важной для управления финансами и использовалась лишь для объяснения характеристик таких опционов, как варранты и конвертируемые ценные бумаги. Однако теперь известно, что многие решения, принимаемые в сфере управления финансами, могут быть проанализированы и лучше поняты в рамках теории опционов.

- *Гипотеза эффективности рынков* (ЕМН) является одной из важнейших для инвесторов финансовой теорией и имеет немалое значение для специалистов по управлению финансами. На эффективном рынке цены отражают всю известную информацию.

- ЕМН позволяет сделать вывод о том, что стоимость фирмы не может быть увеличена за счет операций на финансовом рынке и, поскольку NPV финансовых операций равен нулю, стоимость фирмы может быть увеличена только за счет операций на рынке материальных товаров и услуг. Стоимости финансовых активов в общем и целом являются объективными величинами, поэтому решения, основанные на предположениях о заниженной или завышенной стоимости тех или иных ценных бумаг, нужно рассматривать с особой тщательностью.

- *Агентские отношения* возникают во всех тех случаях, когда один или несколько индивидуумов, именуемых *принципалами*, нанимают одного или нескольких других индивидуумов, именуемых *агентами*, для оказания каких-либо услуг, а затем делегируют агентам полномочия по принятию решений. В контексте управления финансами наиболее важными агентскими отношениями являются отношения между акционерами и менеджерами и между кредиторами и акционерами.

- Когда менеджер знает о перспективах своей фирмы больше, чем аналитики и инвесторы, наблюдающие за этой фирмой, имеет место *асимметричная информация*. В этом случае менеджеры фирмы могут справедливо полагать, что акции или облигации их фирмы имеют заниженную или завышенную стоимость в зависимости от характера недоступной для посторонних информации, которой они располагают.

- Когда имеет место асимметрия информации — а это является обычным явлением, — менеджеры могут использовать *сигналы* с тем, чтобы довести информацию до инвесторов в целях максимизации стоимости ценных бумаг фирмы.

Вопросы

1 1 а Если бы вы управляли крупной акционерной корпорацией, то при принятии решений вы стремились бы максимизировать собственность акционеров или же свои собственные доходы?

б. Назовите ряд мер, которые могут быть предприняты акционерами для того, чтобы менеджеры стремились наращивать собственность акционеров

в. Имеются ли другие факторы, побуждающие менеджеров действовать в интересах акционеров?

г. Следует ли менеджерам наращивать собственность акционеров, нанося при этом ущерб другим партнерам фирмы, например держателям ее облигаций?

1.2. Одно время менеджеров американских фирм критиковали за то, что при принятии решений они больше руководствуются краткосрочными результатами, чем долгосрочными целями

а. Оправдана ли эта критика?

б. Что могло побудить менеджеров сфокусировать свое внимание на краткосрочных результатах?

в. Должна ли максимизация собственности акционеров рассматриваться как долгосрочная или же как краткосрочная цель фирмы?

1.3. Что понимается под идеальным рынком капитала? Какую роль играет в теории финансов эта концепция?

1 4. а Назовите четыре главные стадии **анализа** дисконтированного денежного потока (DCF)

б Как применяется в анализе DCF концепция альтернативных затрат?

в. Как бы вы оценили альтернативные затраты для инвестиций в высокорисковое акционерное общество, которое инвестирует средства в спекулятивные проекты в сфере исследований и разработок?

г Назовите три фактора, которые необходимо учитывать при выборе ставки дисконта, используемой при анализе DCF.

1 5. а. Назовите три формы эффективности рынков

б Какая из этих форм, по вашему мнению имеет место на фондовых рынках и на рынках товаров и услуг?

в Что понимается под компромиссом между риском и доходностью?

г Предположим, что фирма «General Motors» оценивает две взаимоисключающие инвестиционные альтернативы. Ожидаемая доходность по проекту L — 15%, а по проекту H — 18%. Какому из этих проектов следует отдать предпочтение? Почему?

д. Какие выводы должны сделать из гипотезы эффективности рынков инвесторы? менеджеры?

1 6. а. Что такое агентский конфликт?

б. Что такое агентские затраты? Кто должен нести эти затраты?

в Назовите существующие механизмы, которые побуждают менеджеров действовать на благо акционеров.

г. Обсудите агентский конфликт между акционерами и кредиторами

1 7. а. Что понимается под асимметричной информацией в управлении финансами?

б Все ли фирмы имеют одинаковую степень асимметрии информации? Изменяется ли она с течением времени?

в Назовите некоторые способы, с помощью которых менеджеры могут подать **позитивные** инвесторам сигналы об ожидаемых в будущем хороших доходах

Мини ситуация

Представьте себе, что в начале семестра вы ненадолго приехали домой. Ваш отец попросил вас рассказать об изучаемых предметах и, узнав, что один из них — финансовый менеджмент, задает вам приводимые ниже вопросы. Как бы вы ответили на них?

1 В чем состоит различие между нормативной и позитивной теорией финансов?

2. Что такое идеальный рынок капитала? Как **используется** в теории финансов эта концепция?

3 а. Почему анализ дисконтированного денежного потока (DCF) играет такую важную роль в управлении финансами?

б Из каких четырех этапов состоит анализ DCF?

в Что такое альтернативные затраты?

г Какие три фактора оказывают влияние на уровень альтернативных затрат, используемый при анализе DCF?

4 В разговор вступает ваш дядя, считающий, что каждый молодой человек к 25 годам должен сделать свой первый миллион. Он говорит, что вам следует стать **аналитиком** рынка ценных бумаг. По его мнению, наилучший способ разбогатеть заключается в том, чтобы распознавать заниженные в цене финансовые активы и вкладывать в них деньги. Однако ваш отец слышал о какой-то гипотезе эффективности рынков (EMH), которая заставляет его усомниться в теории вашего дяди.

а Что такое EMH и каковы три ее формы?

б Подтвердила ли практика EMH или опровергла ее?

в Какие выводы должны сделать из EMH инвесторы? менеджеры?

г. Какой вывод позволяет сделать EMH относительно связи между риском и доходностью?

5 Ваш отец слышал термин «агентский конфликт», употребляемый менеджерами корпораций, и спрашивает вас о нем.

а. Что означает этот термин?

б Что такое агентские затраты? Кто несет эти затраты?

в Обсудите четыре механизма, которые помимо прямого контроля побуждают менеджеров действовать на благо акционеров.

г Существует ли агентский конфликт между акционерами и держателями облигаций фирмы? Разъясните свою точку зрения.

д. Перечислите всех лиц, заинтересованных в деятельности фирмы. Должны ли акционеры, действуя через менеджеров фирмы, пытаться экспроприировать часть доходов у кого-либо **из этих лиц**?

6. Ваш дядя жалуется на то, что заявления руководителей корпораций — даже официальные документы типа ежегодных отчетов — часто не вызывают у него доверия.

а. Имеет ли точка зрения вашего дяди какое-либо отношение к концепции асимметричной информации? Разъясните свою точку зрения и дайте определение асимметрии информации.

б. Перескажите вкратце работу о «рынке лимонов». Как можно применить эту работу к финансовым рынкам?

в. Если бы вы были финансовым менеджером крупной корпорации, что бы вы предпочли — большую или меньшую степень информационной асимметрии? А будь вы **инвестором**, вы не изменили бы этого предпочтения? То же с позиции аналитика рынка ценных бумаг.

г. Одинакова ли степень информационной асимметрии для различных фирм?

д. Менеджеры могут «подать сигналы» о хороших новостях простым способом — проведя пресс-конференцию или выпустив официальное сообщение. Будут ли такие сообщения **приняты** инвесторами за чистую монету? Как можно использовать в целях реализации решения, касающиеся выплаты дивидендов и структуры капитала? В связи с этим что означает утверждение «Дивиденды не лгут»?

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ЛИТЕРАТУРА

Альтернативные взгляды о целевой функции фирмы представлены в статьях

Anthony R. N. The Trouble with Profit Maximization // Harvard Business Review 1960 Nov.—Dec. P. 126-134.

Cornell B., Shapiro A. C. Corporate Stakeholders and Corporate Finance // Financial Management 1987 Spring P. 5-14.

- Donaldson G.* Financial Goals : Management versus Stockholders // Harvard Business Rev 1963 **May—June**. P. 116-129.
- Elliot J. W.* Control, Size, Growth, and Financial Performance in the Firm // Journ **Financial** a. Quantitative Analysis. 1972 Jan. P. 1309-1320.
- Meckling W. H., Jensen M. C.* Reflections on the Corporation as a Social Invention // Midland Corporate Finance Journ. 1983. Fall. P. 6-15
- Seitz N.* Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decisions // Financial Management 1982 Autumn P. 20-26

Проблемы теории агентских отношений подробно рассматриваются в работе

- Barnea A., Haugen R. A., Senbet L. W.* Agency Problems and Financial Contracting **Englewood Cliffs, N J.** : Prentice-Hall, 1985.

Общий обзор проблем теории финансов и обширная библиография ключевых исследовательских статей представлены в работах

- Beranek W.* Research Directions in Finance // Quart Rev Econ a Business 1981 Spring P. 6-24.
- Weston J. F.* Developments in Finance Theory // Financial Management 1981 10th Anniversary Issue. P. 5-22.

Более подробную информацию о стимулировании управленческого аппарата см

- Cooley Ph. L., Edwards Ch E.* Ownership Effects on Managerial Salaries in Small Business // Financial Management. 1982. Winter. P 5-9.
- Lambert R. A barker D. F.* Executive Compensation, Corporate Decision-Making and Shareholder Wealth : A Review of the Evidence // Midland Corp. Finance Journ 1985 Winter P. 6-22 Зимний выпуск «Midland Corporate Finance Journal» за 1985 г содержит несколько статей, посвященных стимулированию работы управленческого персонала.

Взгляды экспертов с Уолл стрит на экономическую эффективность рынка представлены в работе

- A Discussion of Corporate Financial Communication // Midland Corp Finance Journ 1984 Spring. P. 40-72.

Весьма интересна работа об информационной значимости дивидендной политики и операций с финансовыми активами:

- Asquith P Mullins D. W, Jr* Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues // Financial Management. 1986 Autumn. P. 27-44