

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА

В статье представлены современные аспекты развития финансового менеджмента, рассмотрены базовые концепции теории корпоративных финансов. Отмечается, что на базе приведенных основных моделей, определяющих цель и основные параметры финансовой деятельности корпорации, строится множество разновидностей моделей управления корпоративными финансами. Эти модели используются также при построении финансовых корпораций, в управлении банковскими финансами.

**Ключевые слова:** финансовый менеджмент, концепции, теории, модели, корпоративные финансы.

В последнее время финансовый менеджмент значительно расширил круг изучаемых проблем. Если при его зарождении он рассматривал в основном финансовые вопросы создания новых фирм и компаний, а впоследствии – управление финансовыми инвестициями и проблемы банкротства, то в настоящее время он включает практически все направления управления корпоративными финансами. Ряд проблем финансового менеджмента в последние годы получил свое углубленное развитие в новых, относительно самостоятельных областях знаний – финансовом анализе, инвестиционном менеджменте, риск-менеджменте, антикризисном управлении.

Эффективный финансовый менеджмент, организованный с учетом изложенных принципов, позволяет формировать ресурсный потенциал высоких темпов прироста производственной деятельности корпорации, обеспечивать

постоянный рост собственного капитала, существенно повышать его конкурентную позицию на товарном и финансовом рынках, обеспечивать стабильное экономическое развитие в стратегической перспективе.

Развитие теоретических аспектов, касающихся фундаментальных основ финансовой экономики, происходило в следующем порядке:

Теория эффективности рынка.

Портфельная теория.

Модель оценки финансовых активов.

Теория оценки опционов.

Агентская теория.

Систему важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента, можно условно разделить на следующие группы:

1. *Концепции и модели, определяющие цель и основные параметры финансовой деятельности корпорации.*

*Концепция приоритета экономических интересов собственников.* Впервые ее выдвинул американский экономист Герберт Саймон. Он сфор-

---

<sup>1</sup> Баймухамедова Айжан Маликовна – магистр экономики, докторант Казахстанского института менеджмента; e-mail: djanin50@mail.ru.

мулировал целевую концепцию экономического поведения, заключающуюся в необходимости приоритетного удовлетворения интересов собственников. В прикладном своем значении она формулируется как «максимизация рыночной стоимости компании».

Современная портфельная теория основана на анализе процедур выбора оптимального набора ценных бумаг для составления инвестиционного портфеля. Ее родоначальником является Гарри Марковиц, изложивший основные принципы данной концепции в 1952 г. в работе «Выбор портфеля» [1]. В основе этой концепции лежат методологические принципы статистического анализа и оптимизации соотношения уровня риска и доходности рискованных инструментов финансового инвестирования. «Эффективный набор портфеля обеспечивает одновременно максимальную ожидаемую доходность для данного отклонения и минимальное отклонение для заданного значения доходности». Данная теория утверждает, что компания должна оценивать проекты так же, как инвесторы оценивают ценные бумаги.

*Теория портфеля* приводит к двум основным выводам:

1) для минимизации риска инвесторам следует объединять рискованные 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.

Главный недостаток теории Марковица в том, что она не конкретизирует взаимосвязь между уровнем риска и требуемой доходностью. Данную взаимосвязь конкретизирует *модель оценки доходности финансовых активов*, раз-

работанная Джоном Линтнером (1965 г.) [2], Яном Мойссином (1969 г.) и Уильямом Шарпом (1964 г.) [3].

В настоящее время выводы из теории портфеля и модели оценки доходности финансовых активов применяются большинством крупных корпораций для оценки риска и доходности финансовых инструментов, для формирования портфеля ценных бумаг и бюджета капиталовложений.

*Концепция стоимости капитала.* Первоначальные теоретические разработки этой проблемы были осуществлены еще в 1938 году американским экономистом Джоном Бэром Уильямсом и изложены в работе «Теория инвестиционной стоимости» [4].

Эта концепция получила отражение в 1958 г. в работе американских исследователей Франко Модильяни и Мертона Миллера «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций».

Сущность этой концепции состоит в минимизации средневзвешенной стоимости капитала, что при прочих равных условиях обеспечивает максимизацию благосостояния собственников.

*Концепция структуры капитала.* Это одна из краеугольных концепций финансового менеджмента, которая была выдвинута Франко Модильяни и Мертоном Миллером и изложена в их работе «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций» (1958 г.) [5]. В основе этой концепции лежит механизм влияния избранного корпорацией соотношения собственного и заемного капитала на показатель ее рыночной стоимости.

Ф. Модильяни и М. Миллер пришли к выводу, что стоимость любой фирмы определяется исключительно ее будущими доходами и, следовательно, не зависит от структуры ее капитала. 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.

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.

Сущность 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 предпочитают 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 теории Модильяни и Миллера, стоимость акций фирмы не связана с соотношением между ее заемным и собственным капиталом.

В 1963 г. Модильяни и Миллер опубликовали вторую работу, посвященную структуре капитала – «Налоги и стоимость капитала» [6], в которой ввели в свою первоначальную модель такой фактор, как налоги на корпорации. 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 (такой вывод обусловлен структурой налогообложения корпораций, существующей в США).

Позднее различные исследователи, пытаясь модифицировать теорию Модильяни-Миллера, смягчали многие из первоначальных предпосылок данной теории. Модифицированная с учетом фактора затрат финансовых затруднений теория Модильяни-Миллера, именуемая *теорией компромисса экономией от снижения налоговых выплат и финансовыми затратами*, утверждает следующее:

- наличие определенной доли заемного капитала идет на пользу фирме;
- чрезмерное использование заемного капитала приносит фирме вред;
- для каждой фирмы существует своя оптимальная доля заемного капитала.

Данная теория позволяет лучше понять факторы, от которых зависит оптимальная структура капитала.

*Теория дивидендной политики.* Основы теоретических разработок этой проблемы были заложены в 1956 г. американским экономистом Джоном Линтером в его работе «Распределение корпоративного дохода между дивидендами, капитализацией и налогами» [7]. Однако существенные теоретические выводы были сделаны Мертоном Миллером и Франко Модильяни в их работе «Дивидендная политика, возрастание стоимости акций» [8], опубликованной в 1961 г.

Помимо предпосылки о наличии идеальных рынков капитала работа Модильяни и Миллера предусматривала следующие допущения: политика выплаты дивидендов, которой придерживается фирма, не влияет на ее бюджет

капиталовложений; поведение всех инвесторов является рациональным. С учетом этих условий оказывается, что политика выплаты дивидендов не влияет на стоимость капитала.

Базовые модели Модильяни и Миллера с учетом дополнительных смягчающих условий используются для оценки стоимости капитала фирмы до сих пор.

Теории оценки стоимости капитала для формирования его оптимальной структуры лежат в основе большинства принимаемых решений в области финансирования деятельности. Однако, если американские корпорации в совершенстве овладели данным инструментом управления финансами, то российские компании в большинстве своем даже не используют его.

Модели финансового обеспечения устойчивого роста компании. Первая из этих моделей была разработана в 1988 г. американским экономистом Джеймсом Ван Хорном и изложена в его работе «Моделирование устойчивого роста». Затем более усложненные модели устойчивого роста корпораций были разработаны Робертом Хиггинсом. Они рассматриваются в его работе «Какие темпы роста может позволить себе фирма?», опубликованной в 1997 г.

*2. Концепции и модели, обеспечивающие реальную рыночную оценку отдельных финансовых инструментов инвестирования в процессе их выбора.*

*Концепция стоимости денег во времени.* Основные теоретические положения этой концепции были сформулированы в 1930 г. Ирвином Фишером в работе «Теория процента; как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений»; позднее – в 1958 г. Джеком Хиршлейфером в работе «Теории оптимального инвестиционного решения».

Майрон Дж. Гордон первый применил метод дисконтированного денежного потока для управления финансами

корпораций и в исследованиях цены капитала, опубликовав в 1962 г. свою работу «Инвестиции, финансирование и стоимость корпорации».

Суть концепции в том, что настоящая стоимость денег всегда выше их будущей стоимости в связи с альтернативой возможного их инвестирования, а также влиянием факторов инфляции и риска.

Данная концепция используется практически во всех финансовых решениях, сопряженных с оценками прогнозируемых денежных потоков.

*Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности.* Простейшие модели оценки акций и облигаций на основе данных об их доходности были впервые систематизированы Джоном Уильямсом еще в 1938 г. в его работе «Теория инвестиционной стоимости». Затем система моделей этого вида была дополнена Майроном Гордоном в работе «Инвестирование, финансирование и оценка стоимости корпорации», опубликованной в 1962 г., и Скоттом Бауманом в работе «Инвестиционный доход и настоящая стоимость», опубликованной в 1969 г. В основе всех моделей оценки этого вида лежит дисконтированная стоимость ожидаемой доходности финансовых инструментов при соответствующем уровне их риска.

*Модель оценки финансовых активов с учетом систематического риска* была опубликована Уильямом Шарпом в 1964 г. в работе «Цены финансовых активов». Ее основу составляет определение необходимого уровня доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования с учетом уровня их систематического риска. Позднее эта модель была усовершенствована Джоном Линтнером в 1965 г., Яном Моссиным в 1966 г. и другими исследователями.

Согласно модели оценки доходности финансовых активов 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 целом. Данная модель имеет важное значение для определения как общей цены капитала фирмы, так и требуемой доходности для отдельных проектов, осуществляемых в рамках фирмы.

*Модель оценки опционов.* Как известно, опцион представляет собой право (но не обязательство) купить (или продать) определенные активы по заранее оговоренной цене в течение определенного установленного периода. 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 американские экономисты Фишер Блэк и Майрон Шоулз опубликовали работу «Ценообразование опционов и корпоративных обязательств», в которой излагалась получившая широкую известность модель ценообразования опционов Блэка-Шоулза. Модель отражает теоретическую концепцию авторов об условиях ценообразования подобного рода финансовых активов. Позднее были разработаны альтернативные модели этого вида, в частности, модель Роберта Мертона в работе «Теория рационального ценообразования опционов», опубликованной в 1973 г.; модель Джона Кокса и Стефенд Росса в работе «Ценообразование опционов в альтернативном стохастическом процессе», опубликованной в 1976 г., и другие.

До недавнего времени теория опционов в финансовой практике корпораций применялась лишь для объяснения характерных особенностей таких финансовых инструментов, как варранты и кон-

вертируемые ценные бумаги. В настоящее время данная теория используется для оценки эффективности инвестиций, привлечения заемного капитала, прекращения арендных отношений, отказа от реализации каких-либо проектов и в других ситуациях.

Следует отметить, что на современном этапе из всего многообразия базовых теории корпоративных финансов широко используются на практике теории стоимости и структуры капитала, теория стоимости денег во времени, дивидендные и портфельные теории, направленные:

- на формирование оптимальной структуры капитала корпорации, минимизирующей средневзвешенную стоимость капитала;
- формирование дивидендной политики корпорации, соответствующей целям ее развития и текущему финансовому состоянию;
- формирование оптимального портфеля инвестиционных проектов, способствующих достижению стратегических целей, развитию и процветанию корпорации;
- укрепление позиций корпорации на рынке и повышению ее рыночной стоимости.

В связи с бурным развитием финансового рынка в последнее время повышается интерес к теориям, позволяющим выбрать оптимальную позицию поведения на всех его сегментах.

Кроме базовых теорий корпоративных финансов, широко используются следующие основные модели в области управления корпоративными финансами.

1. Статистические модели. При использовании данных моделей описание параметров показателей осуществляется с помощью регрессионной зависимости, установленной для совокупности идентичных фирм. Однако выбранная

регрессия может не подходить для отдельно взятой фирмы.

Выбор модели должен осуществляться в два этапа. На первом этапе точно определяется модель с использованием экономической теории моделирования. На втором этапе определяются случайные переменные, самостоятельно выбираемыми отдельными фирмами для определения результирующего показателя.

Использование статистических моделей осложняется установлением взаимосвязи между отдельными переменными. Как правило, удается установить ярко выраженную зависимость именно для группы сходных компаний, в то время как для отдельно взятой компании действие установленной регрессионной зависимости между результирующим и исходными параметрами (факторами) не подтверждается. Нивелировать данный недостаток призваны эконометрические модели.

2. Эконометрическая модель. Используя статистическую модель в управлении финансами корпорации, мы имеем регрессию следующего типа, которая описывает совокупность, но не учитывает специфические факторы отдельных фирм:

$$Y_i = X_i \cdot \beta + \varepsilon_i, \quad (1)$$

где  $Y_i$  – определяемая переменная (результирующий показатель);

$X_i$  – исходные показатели (параметры, факторы);

$\beta$  – коэффициент регрессии;

$\varepsilon_i$  – коэффициент погрешности.

Для конкретизации данного уравнения в него вводятся дополнительные параметры, характеризующие индивидуальный выбор фирмы. В результате получается система уравнений:

$$\left\{ \begin{array}{l} C = E \equiv W_i = Z_i \cdot \gamma + \eta_i \geq 0 \\ C = N \cdot E \equiv W_i = Z_i \cdot \gamma + \eta_i \leq 0 \\ Y_i = X_i \cdot \beta + \varepsilon_i \end{array} \right\}, \quad (2)$$

где E – выбор конкретной фирмы;

$W_i$  – определяемый показатель;

$Z_i$  – исходные показатели, обозначающие публичную информацию, определяющую индивидуальный выбор фирм;

$\gamma$  – вектор коэффициентов регрессии;

$\eta_i$  – вероятность наступления показателя.

В стандартной статистической модели уравнения для соблюдаются только в том случае, когда фирма выбирает лишь одну модель принятия финансовых решений, что на практике не встречается, поэтому для принятия решений в области корпоративных финансов было предложено использовать систему уравнений Хекмана.

Со временем данная модель была модифицирована и структурирована, учитывая изменяющиеся внешние условия. В нее вводились дополнительные показатели и зависимости, учитывающие индивидуальные особенности фирм, степень их свободы в принятии решений в области корпоративных финансов.

3. Соответствующие модели (модели соответствия). Данные модели широко используются в практической деятельности, поскольку они просты в использовании, удобны при выборе одного решения из множества имеющихся альтернатив и представляют удобную интерпретацию результатов в системе «обобщения результатов».

Основываясь на фундаментальных разновидностях родственных статистических и эконометрических моделях, соответствующие модели отличаются от последних, основанных на регрессионной зависимости, местом и ролью индивидуальной информации. На практике каждая корпорация индивидуальна, ей доступны определенные ресурсы, она владеет определенной частной информацией о внешнем окружении и своей собственной степенью свободы в принятии финансовых решений. Данные индивидуальные особенности должны

учитываться в рамках общих зависимостей, описываемых статистическими и эконометрическими моделями. Поэтому соответствующие модели являются логическим дополнением первых двух, а не должны противостоять им.

4. Модели, основанные на рядах данных с фиксированными результатами. Использование данных моделей предполагает устанавливать ряды данных по выбранным финансовым параметрам и показателям для одной и той же фирмы в разные периоды времени и наблюдать их. Эта совокупность показателей образует область так называемых «наблюдаемых атрибутов». Как правило, сюда включаются наиболее важные для корпорации финансовые показатели и коэффициенты, и их значения фиксируются в обозначенные периоды времени. Остальные финансовые показатели образуют группу «ненаблюдаемых атрибутов», значения которых контролируются с использованием фиксированных результатов корпорации.

Практическое применение моделей фиксированных результатов в корпоративных финансах анализировалось в работах Химмелберга, Хуббарда и Палии (1999), Палии (2001), Шора (2002), Бертранда и Маллинейтана (2003), Голака и Уйта (2005).

В заключение следует отметить, что на базе приведенных основных моделей строится множество разновидностей моделей управления корпоративными финансами. Эти модели используются также при построении финансовых корпораций, в управлении банковскими финансами.

Рассмотренные теории корпоративных финансов имеют отношение к большинству решений, принимаемых в сфере управления финансами. Более того, в настоящее время практика финансового менеджмента основана на данных теориях.

Наука, однако, еще не предоставила удовлетворительную основу для решения всех проблем, с которыми встречается финансовый директор. Некоторые из важнейших неразрешенных вопросов включают: уровень выплаты дивидендов; окончательную структуру долговых инструментов фирмы; маркетинг при выпуске ценных бумаг фирмы (например, публичное или частное размещение долговых инструментов, предложение прав или андеррайтинг); соотношение акционерного капитала и долговых инструментов в структуре капитала фирмы. Все эти вопросы требуют внимательного изучения и выработки конкретных механизмов их решения.

### Список использованных источников

1. Markowitz Harry. Portfolio Selection // Journal of Finance. 1952. V. 7. P. 77–91.
2. Lintner John. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets // Review of Economics and Statistics. 1965. V. 47. P. 11–37.
3. Sharpe William F. Capital Asset Prices: Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // Journal of Finance. 1964. V. 19: September. P. 425–442.
4. Williams John. The Theory of Investment Value. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1958.
5. Modigliani Franco and Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment // American Economic Review. 1958. V. 48. P. 261–297.
6. Modigliani Franco and Merton H. Miller. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review. 1963. V. 53. P. 433–443.
7. Lintner John. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes // American Economic Review. 1956. V. 46. № 2 (May). P. 97–113.
8. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal Business. 1961. Oct. P. 411–433.