**Теории финансового менеджмента**

Продченко И.А.

**Теории идеальных рынков капитала и структуры капитала**

Очевидно, что для уяснения теоретических основ финансового менеджмента мы не сможем обойти вниманием содержание его основных концепций. Однако для начала рассмотрим — с чего началась эта наука.

Принято считать, что начало финансовому менеджменту как науке было положено работами Г. Марковица в области современной теории портфеля в середине XX века, где была изложена методология принятия решений в области инвестирования в финансовые активы. Впоследствии учеником Марковица У. Шарпом идея была развита и переведена в более практическое русло.

В 60-х годах с участием Дж. Линтнера и Я. Мойссина была разработана модель оценки доходности финансовых активов, учитывающая фактор риска, что положило начало теории арбитражного ценообразования. С конца 50-х годов активно исследуется взаимосвязь цены финансовых активов и информации, циркулирующей на рынке капитала. В 50-х годах проводятся активные исследования по теории структуры капитала и цены источников финансирования. Основной вклад в эту область финансового менеджмента внесли Ф. Модильяни и М. Миллер.

Так, теория портфеля и теория структуры капитала составили основу современной теории финансов и дали ей возможность стать самостоятельным направлением в прикладной микроэкономике. В дальнейшем на основе современной теории финансов, аналитического аппарата бухгалтерского учета и теории управления, сформировалась прикладная дисциплина — финансовый менеджмент.

Как видим из сказанного, в основе становления финансового менеджмента находились базовые положения ряда теоретических концепций, о которых и пойдет дальше речь.

Концепция идеальных рынков капитала.

Часто теории финансов начинаются с некой 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.

Очевидно, что большинство из этих условий в реальном мире не соблюдается: 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. Например, 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, исходившей 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 может оказаться весьма полезным при выработке финансовых решений.

Теория структуры капитала Модильяни и Миллера.

Одним из основных среди вопросов, с которыми сталкиваются финансовые менеджеры, 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, содержавшую одну из самых удивительных 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. 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. 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, использовав 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 налогов, 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 рисковой 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, посвященных структуре капитала.

**Теория портфельного анализа и эффективность рынка**

Одной из базовых концепций финансового менеджмента является 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 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.

Основателем современной теории портфеля является Гарри Марковиц, получивший за свои труды в 1990 г. Нобелевскую премию по экономике.

Первый вывод, 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 большинству 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.

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 (β-коэффициент) 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.

Очевидно, что концептуальными основами являются и теоретические положения, касающиеся эффективности рынка. Данные положения определяют соотношение между риском и доходностью

Гипотеза эффективности рынков (Efficient Markets Hypothesis, EMH) имеет немаловажное значение и для финансовых менеджеров, и для финансовых инвесторов. 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 EMH 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 появление 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.

Информация становится доступной всем субъектам рынка одновременно, и ее получение не связано с какими-либо затратами.

Отсутствуют трансакционные затраты, налоги и другие факторы, препятствующие совершению сделок.

Сделки, совершаемые отдельным физическим или юридическим лицом, не могут повлиять на общий уровень цен.

Все субъекты рынка действуют рационально, стремясь максимизировать ожидаемую выгоду.

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 транзакционные 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 транзакционных затрат сверхдоходы отсутствуют и на этом рынке.

ЕМН подразделяется на три формы (или уровня) эффективности. Кратко рассмотрим основное содержание каждой из них.

Слабая форма эффективности.

Слабая форма (weak form) эффективности подразумевает, что вся информация, содержавшаяся 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 никакой ценности при выборе объекта инвестирования — тот факт, что в течение последних трех дней цена некой акции возрастала, 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.

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 доходностью ценных бумаг на протяжении определенного времени.

В целом эти исследования показали наличие слабой тенденции к позитивной корреляции доходности 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 трансакционных затрат, эта корреляция исчезает.

Если курсы ценных бумаг действительно не подчиняются каким-либо закономерностям, 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. В целом результаты исследований свидетельствуют о том, что использование каких-либо методик не гарантирует сверхдоходов (с учетом трансакционных затрат и налогов). Таким образом, с точки зрения доходов самые сложные методики ничем не лучше наивной стратегии «купил и держи».

В целом имеется немалое число 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 ЕМН. Поэтому изучение динамики цен прошлых периодов едва ли поможет кому-либо получить сверхдоходы.

Умеренная форма эффективности.

Слабая форма ЕМН 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. 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 некоторые аномалии, однако в подавляющем большинстве случаев эмпирические исследования подтверждали логику умеренной формы эффективности.

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 никто не может добиться результатов, превышающих среднерыночные в сколько-нибудь существенной степени. Были проведены многочисленные исследования, имевшие целью установить, способны ли профессиональные аналитики и менеджеры по инвестициям обеспечить получение сверхдоходов по управляемым ими портфелям. Результаты этих исследований стали веским доказательством в пользу 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 ЕМН 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 попросту везло. В качестве иллюстрации этого утверждения предположим, что возможность «переиграть» рынок определяется жребием — с помощью подбрасывания в воздух монеты. В начале каждого года 10000 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 0.510 ≈ 0,001; 0,001 × 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 рассуждение более обоснованно, чем предположение о неэффективности рынка.

Хотя результаты многочисленных исследований и подтверждают существование умеренной формы эффективности, отдельные исследования и события подрывают 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; противоположное 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.

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 целом, 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.

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 извлечь особо крупную выгоду из такого анализа. Тем не менее для менеджера, управляющего портфелем инвестиций стоимостью 10 млрд. долларов, 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) EMH 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. 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. долларов, приобретая акции фирм, которые вот-вот должны были получить предложения о продаже контрольных пакетов акций. Он уплатил 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 ATT 14%, а облигации этой же фирмы приносят всего 9%. Означает ли это, что все инвесторы должны покупать акции ATT, 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 ATT, 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 ATT готовы оплачивать акционерный капитал по более высокой цене с тем, чтобы ограничить риск, с которым сталкивается фирма. Если предположить, что менеджеры ATT: 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.

Операции, совершаемые на эффективных рынках, имеют нулевой NPV (чистая приведенная стоимость). 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 обеспечивало 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».

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, поэтому любой ажиотажный спрос, поддерживавший завышенный курс новой ценной бумаги, быстро спадал и NPV операций с этими ценными бумагами вскоре снижался до нуля.

**Теория агентских отношений**

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;

2) между кредиторами и акционерами.

Рассмотрим особенности такой стороны теории агентских отношений — 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. 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 столь усердно работать, поскольку теперь ему будет отчисляться лишь часть совокупного 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 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. 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 особый интерес к высоким окладам и привилегиям, а также щедро жертвуют средства корпораций благотворительным организациям, которым они покровительствуют, поскольку большая часть этих расходов ложится на прочих акционеров.

Другая проблема, которую затрагивает теория агентских отношений — 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, почти неизбежна потеря акционерами части своего богатства вследствие неэффективных (для акционеров) действий менеджеров. Напротив, если акционеры попытаются 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 прироста обеспечивает увеличение богатства акционеров более чем на 1 доллар. В сущности увеличение агентских затрат приемлемо, пока NPV каждого доллара прибыли, обеспечиваемой этими затратами, имеет положительное значение.

Одним из путей разрешения агентских споров является 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. 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 накладывающихся 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, например 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 долларов.

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. 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 долларов, 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.

Иллюстрацией все более активной роли институциональных акционеров могут служить недавние события в фирме «Lockheed» — крупнейшем подрядчике Министерства обороны. Новый руководитель компании Дэниел Теллеп осуществил план реорганизации, который должен был резко увеличить доходы акционеров, однако этот план не сработал и цена акции упала с 55 до 36 долларов. 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.

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. Тогда институциональные инвесторы сообщили Теллепу и Симмонсу, что они поддержат только такой состав правления, который согласится с предложениями акционеров; Теллеп и Симмонс согласились поддержать эти предложения. После подсчета голосов выяснилось, что в правление прошли кандидаты Теллепа, но все три предложения акционеров были приняты. Увидев мощь институциональных инвесторов, Теллеп предложил им три места в расширенном составе правления. Несмотря на это, акционеры продолжали оказывать давление на Теллепа. Представитель одного крупного институционального инвестора сказал: «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 заключается в том, что теперь этим инвесторам уже нелегко уйти с рынка. Их инвестиционные портфели настолько велики, что в случае поспешной распродажи ими акций произойдет обвальное падение курсов этих акций. Институциональные инвесторы предпочли оставаться на рынке и работать с руководством фирм. Кроме того, менеджеры пенсионных фондов в последнее время подвергались сильному давлению со стороны Министерства труда, которое, согласно Закону о пенсионном обеспечении наемных работников, контролирует инвестиционную деятельность этих фондов. Данный закон требует, чтобы менеджеры пенсионных фондов голосовали в интересах своих бенефициаров (доверителей), а это зачастую означает голосование против руководства корпораций.

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 которому 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 рисковое 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 — и при осуществлении рисковых 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 заемного 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, поставщиков 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.

**Список литературы**

Бочаров В.В. Современный финансовый менеджмент. — СПб; Питер, 2006.

Финансовый менеджмент: Учеб. пособие / Арутюнов Ю.А. — М.: Кнорус, 2006.

Основы финансового менеджмента / Джеймс С. Ванхорн, Джон М. Вахвин мл. — М.: Вильямс, 2007.

Каратуев А.Г. Финансовый менеджмент. — М.: ФБК-Пресс, 2001.