

Развитие концепций финансового менеджмента

© 2009 Т.В. Кириченко

кандидат экономических наук, доцент

Российский университет нефти и газа им. И.М. Губкина

Обосновано, что методологической основой принятия решений в финансовом менеджменте является совокупность фундаментальных концепций, система которых образует современную парадигму финансового менеджмента; экономика России имеет ряд особенностей, делающих необходимой адаптацию ключевых концепций финансового менеджмента.

Ключевые слова: финансовый менеджмент, совокупность фундаментальных концепций, парадигма, адаптация ключевых концепций.

В системе важнейших теоретических концепций и моделей, составляющих основу современной парадигмы финансового менеджмента, можно выделить основные концепции (принципы), являющиеся в настоящее время базой финансового менеджмента¹. Все они сформированы в реалиях экономики с длительным доминированием капиталистических рыночных отношений. В этой связи научный и практический интерес представляет научное обоснование возможности (с полной или частичной адаптацией) или невозможности применения основных концепций и моделей к условиям российской экономики.

Группа концепций принятия финансовых решений включает: концепцию агентских отношений; концепцию альтернативной стоимости и концепцию соотнесения риска и доходности.

Концепция агентских отношений (Agency Costs Conception) является основополагающей концепцией менеджмента. Ее авторы - американцы Майкл Дженсен и Уильям Меклинг. *Концепция агентских отношений предполагает, что между собственниками и менеджментом (агентами) может существовать конфликт интересов, сказывающийся на благосостоянии собственников, поэтому необходимо проводить специальные мероприятия для гармонизации этих отношений.*

Проблема между нанимателем и агентом возникает в силу того, что агент обладает большей информацией и знаниями и может использовать их к собственной выгоде в ущерб нанимателю. Несмотря на то, что деятельность высшего менеджмента контролируется советом директоров, члены совета не способны выявить истинную подоплеку всех действий менеджмента, поскольку совет директоров не обладает всей полнотой информации и у большинства его членов есть и другие, основные для них, обязанности.

Для того чтобы мотивировать менеджмент, совет директоров может выплачивать специаль-

ное вознаграждение менеджменту за деятельность в соответствии со сформулированными советом целями корпорации. Подобное вознаграждение может принимать форму участия в прибылях или получения пакета акций, но смысл такого вознаграждения в том, что доступ к этим материальным благам менеджмент может получить только тогда, когда прибыль корпорации высока и достигаются необходимые показатели. Такая система стимулов способна уменьшить конфликт между работодателями и агентами.

Стимулирование и мониторинг менеджмента связаны с дополнительными затратами средств (агентскими издержками), объективно обусловленными разделением прав собственности и управлением организацией. Для мониторинга соблюдения интересов собственников компании акционеры компании могут нести и такие агентские издержки, как оплата услуг независимых аудиторов. Как видно из этих рассуждений, роль финансовых индикаторов и финансовых рычагов в решении агентской проблемы исключительно высока, поскольку именно на их основании делаются выводы и советом директоров о стимулировании (осуществлении выплат), и аудиторами о состоянии дел в компании.

Особенно сложной проблема агентских отношений является для некоммерческих организаций, где могут практически отсутствовать финансовые индикаторы деятельности. Так, концепция агентских отношений применительно к организациям потребительской кооперации заключается в том, что пайщики потребительского общества избирают председателя и членов совета для выполнения стратегических управленческих и контрольных функций, нанимают председателя и членов правления и наделяют их функциями исполнительного управления согласно уставу потребительского общества. Рассматриваемая концепция означает, что в условиях рыночного хозяйства наблюдается разрыв между функцией распоряжения и функцией оператив-

¹ Кириченко Т.В. Парадигма финансового менеджмента // Экон. науки. 2008. □12.

ного управления и контроля. Поэтому могут возникнуть противоречия между интересами пайщиков и ее управленческого персонала. Для их сглаживания и создается совет потребительского общества. Другим инструментом преодоления этих противоречий является ревизионная комиссия, которую избирают; средства на ее содержание (агентские издержки) определяют на общем собрании пайщиков потребительского общества. Наличие подобных издержек является объективным фактором, а их величина должна учитываться при принятии решений финансового характера.

Следует отметить, что, поскольку концепция агентских отношений отражает человеческую природу, она как теоретическая идея верна в любой экономике. Однако в настоящее время в российской экономике имеется мало примеров ее конкретного применения в реальной практике организаций. Вызвано это следующими причинами: во-первых, отсутствием у собственников достаточного понимания необходимости агентских издержек, а во-вторых, невозможностью использования финансовых индикаторов, отраженных в балансе для большинства российских организаций. Данная проблема также вызвана менталитетом российских собственников и менеджеров, предвещающих к балансу, очень часто, требования минимизации уплачиваемых налогов. Следует отметить, что такая позиция собственников, если они не являются высшими менеджерами организации, существенным образом вредит их интересам, поскольку отсутствие прозрачности в финансовой отчетности создает благоприятные условия для злоупотреблений менеджмента.

Концепция агентских отношений как идея применима в любой экономике, однако конкретные следствия и механизмы ее применения в различных экономиках и организациях различны. Так, в современной российской экономике очень сложно внедряется основной “рецепт” решения противоречий между собственником и агентом, применяемый в западной экономике, - установление высокого уровня заработной платы менеджеров, существенным образом зависящей от показателей деятельности, характеризующих достижение целей собственников. Корень этой проблемы кроется в менталитете российских собственников и менеджеров, сформированном в условиях господства социалистической уравнилельной идеологии в области вознаграждения работников и агитационной идеологии в области мотивации работников. Эта проблема существует и в крупнейшей российской корпорации “Газпром”, и в самых маленьких потребительских кооперативах садоводов-любителей.

Моральное неприятие основного следствия концепции агентских отношений - агентских издержек в виде вознаграждения менеджеров, связанного с показателями деятельности, - вызвано неприятием не только высокого уровня заработной платы менеджеров (особенно менеджеров не топ-уровня), не являющихся собственниками, но и подхода, предполагающего осуществление выплат как превентивной меры против возможного воровства руководителей.

Кроме ментальных препятствий в отношениях “собственник - агент” для применения концепции агентских отношений имеются ментальные препятствия в отношении “государство - организация”. Опросы общественного мнения показывают, что большинство граждан весьма терпимо относятся к обману государства, в частности к незаконному уменьшению налоговых выплат. Такая “оптимизация” налогообложения требует ведения “черной” или “серой” бухгалтерии, что, в свою очередь, затрудняет возможность установления взаимосвязи между результатами работы менеджмента и его вознаграждением.

Следует также отметить существенность влияния советских традиций, когда государство-собственник было далеко, директор предприятия рассматривался как “царь и бог”. При этом его официальная заработная плата не отличалась существенно от заработной платы других работников организации (во многих организациях она была и не самой большой, по крайней мере, официально).

Такие особенности менталитета российского общества приводят к специфическим принципам реализации концепции агентских отношений. Основная нагрузка падает на процедуры принятия решений, сокращения перечня лиц, способных единолично принять окончательное решение, создание органов контроля и ревизии, коллективных органах исполнительной власти в организации.

Так, в крупнейшей российской корпорации “Газпром” высший менеджмент осуществляет коллективный орган - правление, а высшим органом, представляющим интересы собственников-акционеров является совет директоров. Интересно, что и в небольших сельских потребительских обществах (сельпо) в соответствии с Законом о потребительской кооперации высшим исполнительным органом является правление, а органом, представляющим интересы собственников-пайщиков, - совет.

Кроме того, “Газпром” осуществляет политику централизованных закупок. Это следствие того, что закупки являются одним из очевидных

участков возможных злоупотреблений менеджмента. Интересно, что также поступают наиболее сильные областные союзы потребительских обществ: Нижегородский, Смоленский и Новгородский. Во всех этих организациях дочерние общества (в ОАО “Газпром”) и входящие в союз потребительские общества (в названных облпотребсоюзах) самостоятельно осуществляют не более 20% закупок. Более того, ОАО “Газпром” добровольно распространил на себя действие закона, регламентирующего проведение тендеров при осуществлении закупок за счет государственного бюджета.

Следует отметить, что такое положение дел существенно затрудняет введение современных структур и методов управления, подразумевающих передачу дополнительных прав и ответственности, например, имеются проблемы с введением проектного управления в группе “Газпром”. Следствием действия тех же механизмов являются проблемы с возможностью изменения цены непосредственно в магазинах потребительских обществ.

Таким образом, концепция агентских отношений как теоретическая идея, отражающая человеческую природу, применима в любой экономике. Однако в силу различий в менталитете имеется существенная специфика механизмов ее реализации в российской экономике, что нельзя не учитывать при внедрении современных западных подходов финансового менеджмента в российских организациях.

Смысл концепции альтернативной стоимости, или учета упущенных возможностей (Opportunity Costs Concept), состоит в том, что принятие любого инвестиционного решения связано с отказом от какого-то альтернативного варианта.

В современной теории и практике финансового менеджмента концепция альтернативной стоимости в формализованном виде (т.е. в виде, позволяющем учесть альтернативную стоимость финансовых ресурсов “автоматически”) отражена в критериях и методах принятия решений, применяемых в анализе дисконтированных потоков наличности.

Существенной особенностью применения концепции альтернативной стоимости в некоммерческих организациях, таких как организации потребительской кооперации, является необходимость рассматривать как альтернативные коммерческое и некоммерческое применения имеющихся ресурсов. По существу и по правовому статусу потребительские общества представляют собой некоммерческие организации. Вся деятельность потребительской кооперации направлена на удовлетворение потребностей людей, абсолют-

ное большинство которых живет за чертой бедности. Развивая производство товаров и услуг, жизненно необходимых людям, организации потребительской кооперации в первую очередь думают о потребностях жителей села и лишь во вторую – о финансовых результатах. В отличие от коммерческих структур, кооператорам необходимо не простое сравнение собственных выгод и затрат, ресурсов и потребностей, но сопоставление эффективности и социальной справедливости каждого хозяйственного решения. Потребительская кооперация сознательно несет финансовые потери, связанные с обслуживанием селян в отдаленных и малочисленных населенных пунктах. Это недополученные доходы от реализации товаров по ценам, не учитывающим реальный размер затрат по доставке товаров, убытки от эксплуатации автолавок на маршрутах, которые заведомо не принесут большого оборота, затраты по оказанию бесплатных услуг населению, потери от товаров, отпущенных людям в долг и др. Следует правильно формировать и использовать по назначению информацию обо всех видах расходов и потерь потребительских обществ в связи с борьбой с бедностью и реализацией социальной миссии.

Современная теория финансового менеджмента по анализу эффективности некоммерческого применения ресурсов является плохо разработанной, в этом случае должны применяться специально разработанные критерии эффективности. Таким образом, невозможно механическое применение всех существующих методов финансового управления и контроля в некоммерческих организациях.

Применение концепции “альтернативной стоимости” в некоммерческих организациях является плохо разработанным в любой экономике. Однако российская экономическая система имеет особенности, требующие адаптации применения этой концепции к условиям коммерческих организаций.

Основным, практически используемым следствием концепции “альтернативной стоимости” является концепция “временной ценности денег”. Эта концепция предполагает изменение ценности денег во времени (снижения их ценности по мере прохождения времени), концепция более подробно рассмотрена ниже. Основная причина снижения ценности денег – возможность их альтернативного использования. Так, если вы имеете возможность положить на депозит в банк 1000 долл. под 12% годовых, эта тысяча через год будет эквивалентна 1120 долл. То есть 1 долл. через год эквивалентен 89 центам сейчас (1000:1120).

Данные рассуждения логично приводят к выводу о целесообразности использования моделей, аналогичных финансовым расчетам в банках. Такие модели носят названия моделей дисконтированных денежных потоков. Дисконтирование – операция, обратная наращению (росту денег на счете за счет начисления процентов). То есть операция, отраженная в примере выше (операция расчета эквивалентности 1 долл. через год 89 центам сейчас) – это операция дисконтирования.

Существенным элементом такой модели является используемая норма дисконта (аналог банковской процентной ставки). Общепринятый подход заключается в расчете данной нормы на основе данных о деятельности, аналогичной рассматриваемой. Однако для реалий российской экономики именно это является весьма сложным. Как нами было показано при рассмотрении концепции “агентских отношений”, современная ментальность российских менеджеров и собственников приводит к сложности использования финансовых индикаторов, отраженных в балансе для большинства российских организаций, что, в свою очередь, порождает проблему определения нормы дисконта. Выходом из этой ситуации может служить директивное определение требуемой нормы доходности для собственного капитала внутри организации.

Таким образом, поскольку возможность альтернативных решений существует в любой экономике, в целом следует отметить и теоретическую применимость идеи, и ее реальное применение в практике российских организаций, что находит отражение, прежде всего, в использовании моделей анализа дисконтированных денежных потоков. Однако требование научной и методической обоснованности применения этих моделей (являющихся математической формализацией концепций финансового менеджмента и, прежде всего, концепции “альтернативной стоимости”) приводит к выводу о необходимости ее адаптации к условиям экономики и деятельности конкретной организации. Эта адаптация должна, в частности, заключаться в отражении принятия решений современными российскими менеджерами.

Теоретические основы *концепции взаимосвязи уровня риска и доходности* (Risk and Return Conception) впервые были сформулированы в 1921 г. Фрэнком Найтом. *Сущность этой концепции состоит в том, что получение любого дохода в бизнесе сопряжено с риском, и, при принятии решения, следует руководствоваться не только ожидаемыми выгодами, но и возможными потерями.*

Поскольку риск признается всеми, концепция применима в российской экономике в тео-

ретическом плане. Однако требуют адаптации методы практического применения данной концепции. Прежде всего, это касается моделей анализа дисконтированных потоков наличности, предполагающих изменение нормы дисконта в зависимости от риска (учета в норме дисконта премии за риск). Общепринятая практика заключается в вычислении данной нормы исходя из динамики котировок акций компаний на фондовом рынке. Как мы рассмотрим дальше, это не всегда возможно в условиях российской экономики.

Другая особенность также связана с поведением инвесторов фондового рынка. Есть устойчивое выражение “больше риск – больше доходность”. Оно означает следующее: в силу того, что инвестор, видя повышенный риск, потребует в качестве компенсации повышенную доходность (такая компенсация называется премией за риск), более рискованные инвестиции на рынке предполагают наличие возможности получения большей доходности. Однако такая логика работает только на совершенных рисках, а российский рынок весьма сложно отнести к подобному рынку. Повышенный риск сам по себе не означает повышенной доходности, такое положение дел – результат работы рыночных механизмов. В силу этого в российской действительности более доходными могут оказаться менее рискованные инвестиции.

Группу базовых концепций финансового рынка составляют: концепция идеальных рынков капитала, концепция эффективности рынка капитала, теория портфеля, модель оценки требуемой доходности финансовых активов с учетом систематического риска.

Концепция идеальных, или совершенных рынков капитала (perfect, or frictionless capital markets). Финансовые теории часто строятся на определенных предпосылках поведения и взаимодействия людей и организаций. Одной из первых и до сих пор используемых предпосылок является предпосылка об идеальности рынка капитала, что подразумевает следующее:

- отсутствие транзакционных издержек (затрат на перевод средств из одних активов в другие);
- отсутствие налогов и сборов;
- отсутствие влияния на цену актива отдельной сделки по нему, а также невозможности изменения рыночной цены актива действиями одного покупателя или продавца в силу наличия большого числа как продавцов, так и покупателей данного актива и незначительности объемов сделки по сравнению с суммарным объемом сделок по активу;

- равный доступ на рынок юридических и физических лиц;
- бесплатность и общедоступность информации по рынку;
- одинаковость видения будущей ситуации на рынке всеми игроками рынка;
- отсутствие издержек, связанных с финансовыми затруднениями.

Следует отметить, что большинство указанных условий на реальных финансовых рынках не соблюдается. Однако о теориях, базирующихся на этой концепции, следует судить, прежде всего, по близости получаемых с их помощью выводов к реалиям рынков. Такое совпадение возможно в силу двух факторов: 1) незначительности отклонения от предположений - например, транзакционные издержки присутствуют, но являются незначительными на фоне объемов операций; 2) несущественности предположений для сделанных выводов, например, дальнейшие исследования показывают, что сделанные выводы можно получить и при более мягких условиях, чем первоначальные предположения об идеальности рынка.

Таким образом, хотя предположения концепции идеальных рынков капитала и не справедливы для реальных рынков, она способна стать первым предположением для построения реалистичных финансовых теорий.

Одна из основных концепций финансового менеджмента в области рынка ценных бумаг - *концепция эффективности рынка капитала* (Capital Market Efficiency Concept) - заключается в том, что рынок капитала не является эффективным, в том смысле, что цена актива на рынке отражает не всю существующую информацию о нем.

Относительно реалий российского финансового рынка можно утверждать, что западными инвесторами не в должной мере учитываются характер и специфика агентских отношений в российских компаниях.

Родоначальником *теории портфеля* (Portfolio Theory) является Марковиц. Смысл концепции заключается в том, что риски портфеля активов не совпадают с рисками активов.

Модель оценки требуемой доходности финансовых активов с учетом систематического риска (Capital Asset Pricing Model, *САРМ*) разработана в развитие теории портфеля У. Шарпом.

Модель *САРМ* может быть представлена в виде формулы

$$P = R + (Q - R) \cdot \beta,$$

где P - ожидаемая доходность актива;

R - безрисковая доходность;

Q - ожидаемая доходность портфеля, состоящего из всех активов рынка (или ожидаемая доходность рыночного портфеля);

β - бета-коэффициент актива.

Вообще говоря, математически формула должна иметь вид

$$P = R + (Q - R) \cdot \beta + \alpha,$$

но из предположений модели следует, что $\alpha = 0$.

Необходимо отметить, что концепции финансового рынка, такие как *САРМ*, не получают должного теоретического подтверждения на российском рынке (расчеты по реальным данным, например, не дают возможности говорить о зависимостях, характер которых отражают вышеизложенные формулы, в частности $\alpha \neq 0$), тем не менее, они широко используются российскими организациями. Они применяются, прежде всего, для получения представления о стоимости собственного капитала, т.е. в области внутренних представлений организации о самой себе. И следовательно, такое использование не позволяет говорить о доказательстве практической применимости изложенных подходов.

Таким образом, все концепции финансового рынка являются теоретическими построениями, не вполне совпадающими с характеристиками реальных рынков. Однако следствия их конкретного применения способны достаточно корректно применяться на финансовых рынках. Что касается российских финансовых рынков, то основные модели и концепции, в той или иной степени отражающие функционирование мировых рынков, для них неприменимы.

На наш взгляд, неприменимость основных концепций финансового рынка в российских условиях вызвана следующими причинами. Первая - большая доля иностранных инвесторов. Вторая - специфика взаимоотношений агентов и их нанимателей, отраженная выше. Как следует из этих рассуждений, данная специфика проявляется тем сильнее, чем больше расстояние между собственником и менеджментом. То есть проблемы в максимальной степени нарастают, когда речь идет о миноритарных акционерах, т.е. акционерах, владеющих незначительным числом акций, а именно их действия в основном и отражают концепции финансового рынка.

Третьей группой основных концепций являются концепции формирования и движения капитала, отражающие современные теоретические идеи по управлению капиталом организации.

Концепция стоимости капитала (Cost of Capital Conception) связывается с работами Модильяни и Миллера и состоит в том, что *затраты на привлекаемый капитал существенно различаются в зависимости от источника*.

Говоря о применимости концепции в современных российских условиях, следует отметить, что идея о платности всех финансовых источников и о различной стоимости использования этих источников, безусловно, верна. Однако существенно сложность представляют собой попытки применить какой-либо из используемых в странах с длительным доминированием рыночных отношений метод расчета стоимости собственного капитала в российских условиях. Это вызвано спецификой отношений “собственники - менеджеры”, а также особенностью их менталитета. Данные особенности обсуждены выше. Они приводят к сложности использования финансовых индикаторов. В таких условиях наиболее адекватным методом определения стоимости собственного капитала является ее директивное определение в компании, исходя из ожиданий собственников.

Концепция структуры капитала (Capital Structure Concept) выдвинута Модильяни и Миллером, она отражает *механизм влияния соотношения собственного и заемного капитала на рыночную стоимость компании*.

Модифицированная теория Модильяни-Миллера гласит:

- 1) использование заемного капитала выгодно организации;
- 2) большая доля заемного капитала приводит к потерям;
- 3) для каждой организации существует свое оптимальное соотношение собственного и заемного капитала.

Проблема определения оптимального соотношения собственного и заемного капитала, безусловно, актуальна для любой, в том числе российской, организации.

Наиболее существенные выводы в рамках **Теории дивидендной политики** (Dividend Policy Theory) были получены Миллером и Модилья-

ни, которые рассматривали *механизм влияния дивидендной политики на рыночную цену акций корпорации*. В настоящее время существует несколько теорий дивидендной политики.

Современные теории дивидендов, в целом, дают широкий выбор позиций по формированию дивидендной политики организации. Однако при применении этих подходов к российским условиям следует иметь в виду, что дивиденды напрямую отражают интересы собственников и, следовательно, в наибольшей степени зависят от характера взаимоотношений “менеджмент - акционеры” и групп акционеров между собой. Таким образом, дивидендная политика в условиях конкретной российской организации, прежде всего, отражает эти особенности, нежели выбранную дивидендную теорию.

Концепция денежного потока (Cash Flow Concept) - одна из базовых концепций финансового менеджмента, следствием которой является ряд прикладных моделей денежного потока.

Непосредственное применение указанных моделей в России затруднено из-за неразвитости рынка корпоративных ценных бумаг, все еще значительных темпов инфляции, довольно высокой и не совсем стабильной ставки банковского процента и т.д. Однако сама идея *о возможности ассоциации с любой финансовой операцией некоторого денежного потока* верна и продуктивна для принятия решений в российских условиях.

Таким образом, основные концепции финансового менеджмента как идеи, безусловно, важны для понимания теории и практики управления финансами в организации. Однако непосредственное применение этих концепций и тем более моделей, основанных на них, в реалиях российской экономики может быть невозможным или, по меньшей мере, требует существенной адаптации, чему посвящена данная работа.

Поступила в редакцию 09.12.2008 г.