

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Гребенников П. И., Тарасевич Л. С. Теория корпоративных финансов: учебник. М.: Юрайт, 2014. — 250 с.

За последние 20 лет теория корпоративных финансов, пришедшая в Россию с переходом к рыночной экономике, завоевала прочные позиции в учебных курсах, в научной литературе и практике управления финансами. Финансовый менеджмент или корпоративные финансы (разные названия используются практически для одного учебного курса) входят в учебные планы большинства образовательных программ по экономике. Отождествлению этих курсов также способствует то, что людей, принимающих решения по управлению корпоративными финансами, называют финансовыми менеджерами. Издано множество учебников и учебных пособий от простых до сложных. Данная книга является учебником, но стоит особняком среди отечественной литературы по корпоративным финансам.

Финансовый менеджер в процессе принятия различных решений по управлению корпоративными финансами должен знать как финансовое положение своего предприятия, так и внешнюю среду, в которой это предприятие действует. Первое предполагает работу с отчетностью, хорошее знание учета, как управленческого, так и бухгалтерского. Второе предполагает знание экономических механизмов, понимание взаимосвязи разных факторов, рыночных эффектов. В анализе внешней среды особое внимание уделяется финансовым рынкам. В отечественной литературе по финансовому менеджменту и в выходящих наибольшими тиражами учебниках значительный акцент сделан на внутренний финансовый анализ предприятия и стыковку с учетом. В зарубежной литературе этому аспекту уделяется небольшое внимание, акцент сделан не на финансовый анализ конкретных предприятий, а на методы, инструменты анализа. Поэтому содержание курса становится в большей степени теоретическим. Этим также объясняется, что Нобелевской премии в области корпоративных финансов были удостоены авторы, развивающие теоретические модели и инструменты финансового анализа, а не стыковку с учетом.

Книга «Теория корпоративных финансов: учебник» лежит в русле зарубежных учебников, причем в большей мере ощущается немецкий стиль с тщательным анализом теоретических оснований теории финансов (функций полезности, трактовки риска и склонности инвестора к риску через вероятностные характеристики). Считается, что главная задача менеджера состоит в принятии инвестиционных решений с выбором их источников финансирования. Классическим примером теоретического обоснования таких решений является книга Л. Крушвица «Финансирование и инвестиции». К сожалению, такой теоретический анализ слабо стыкуется с большинством текущих практических задач, решаемых финансовыми менеджерами. Кроме того, ряд разделов, например управление оборотными средствами, оказывается нерассмотренным.

Книга состоит из шести глав. В первой главе рассматривается природа финансов компании, не относящейся к финансовым институтам, дается общее введение в инвестиции, финансовый рынок. Справедливо отмечается, что результаты деятельности предприятия надо оценивать не по бухгалтерским показателям прибыли, а по денежным потокам. Во второй главе описываются инвестиционные решения при отсутствии неопределенности, рассматриваются оценочные показатели, связь с финансированием и формированием инвестиционных программ. При принятии инвестиционных решений подчеркивается,

что они влияют на стоимость фирмы и такое влияние может быть критерием отбора инвестиционных проектов. В третьей главе автор рассматривает усложненную конструкцию инвестиционного анализа с возможными вариациями результатов проекта. Для этого строится дерево состояний и дерево платежей, показывается применение анализа чувствительности и метода Монте-Карло.

В четвертой главе рассматриваются идеи, составившие золотой фонд инвестиционного анализа и поднявшие его на новый научный уровень. Целый ряд идей получил признание в виде Нобелевских премий по экономике. Представление доходности как случайной величины, а риска — через волатильность доходности позволило поставить задачу оптимизации соотношения доходности и риска, формирования портфеля ценных бумаг. Диверсификация портфельного риска, построение оптимального портфеля на множестве эффективных портфелей, модель оценки финансовых активов (САРМ), арбитражная модель. Трудно представить современный финансовый рынок и работу финансовых институтов (банков, инвестиционных компаний, фондов и др.) без этих инструментов анализа. Но следует отметить, что эти инструменты имеют отдаленное отношение к управлению финансами производственных корпораций и в строгом смысле их надо отнести к теории финансов, а не к теории корпоративных финансов. В пятой главе продолжен анализ управления финансовыми рисками. Концепция управления финансовыми рисками представлена широким спектром моделей: СРПИ (Constant Proportion Portfolio Insurance), иммунизация риска изменения ставки процента и ее связь с дюрацией, особое внимание уделено дериватам как инструменту хеджирования финансовых рисков. Производственные компании в целях привлечения капитала проводят эмиссию долговых и долевых ценных бумаг. Бóльшая часть производных ценных бумаг эмитируется и обращается на финансовом рынке и не используется в управлении корпоративными финансами производственных компаний. Но некоторые виды опционов и фьючерсов, где базовым активом выступает сырье или продукция компании, могут быть использованы этими компаниями для снижения ценовых конъюнктурных рисков. Реальные опционы также могут быть использованы в отдельных случаях инвестиционных проектов. В книге это связывается с гибким планированием. Дополнительная возможность заключения опционных контрактов позволяет снизить риски реализации инвестиционных проектов и повышает их стоимость при оценке. Заключительная глава посвящена финансовой политике фирмы и формированию оптимального соотношения собственных и заемных средств компании. Показано развитие идей от поведенческой концепции и эффекта финансового рычага до неоклассического представления Франко Модильяни и Мертона Миллера, в котором рассматривается влияние структуры капитала на стоимость компании и стоимость (цену) заемного и собственного капитала. В отличие от большинства других учебников подробно рассмотрены факторы, влияющие на средневзвешенную стоимость капитала (WACC). Важность последней определяется тем, она дает интегральную оценку привлечения фирмой финансовых ресурсов и служит для сравнения с эффективностью деятельности фирмы как отдачей от вовлеченных ресурсов. Последующие работы, учитывающие слабую эффективность реального рынка, существование транзакционных издержек и асимметричного распределения информации между участниками рыночных сделок, позволили уточнить представления о формировании оптимальной структуры капитала.

В книге приводится большое количество графиков и числовых примеров, поясняющих описываемые экономические эффекты и зависимости. Ряд примеров строится как задачи, где нужно найти определенные значения. Такой подход заставляет работать, стимулирует активное освоение материала и позволяет

проверить, насколько в действительности освоен предмет изучения. Некоторые примеры имеют продолжение и могут рассматриваться как первая ступень формирования на их базе кейсов. Зарубежный опыт преподавания подтверждает эффективность использования таких форм обучения.

Яркая книга написана увлеченными людьми и предназначена для увлеченного читателя, который хочет понять и разобраться с ключевыми вопросами корпоративных финансов, в первую очередь инвестиционных решений. Учебник расширяет спектр доступных учебных изданий и может быть рекомендован в качестве дополнительной литературы, но использование его в качестве основного учебника должно проводиться с осторожностью. Он будит мысль и заставляет читателя думать, обращаться к другим источникам, способствует объединению различных идей и представлений о корпоративных финансах. Но первоначальное знакомство с этой областью лучше проводить более простыми средствами. По нашему мнению, стремление охватить разные теоретические подходы привело к некоторой эклектике, вбрасывается много понятий и идей, за которыми теряется целостное представление об управлении корпоративными финансами и затрудняется их освоение обучающимися. Также следует отметить, что несмотря на повторное издание, в нем остается некоторое количество неточностей и погрешностей в изложении. Изучение материала учебника предполагает знание экономической теории, микроэкономики, финансов и математики (включая теорию вероятности и математическую статистику). Поэтому учебник в большей мере подходит для магистерского уровня, чем для бакалаврского.

Д. Н. Колесов,
канд. экон. наук,
Санкт-Петербургский государственный университет