
Участие сотрудников экономического факультета Московского Государственного университета в работе над книгой осуществлялось в рамках проекта ТЕМПУС, реализуемого совместно с экономическим факультетом МГУ и тремя европейскими университетами: Лондонской Школой Экономики (Англия), уни-

верситетом Сорбонна (Франция), университетом Тилбург (Нидерланды). Целью данного проекта является модернизация университетского экономического образования в России и сближение его с мировыми стандартами.

*В. П. Колесов,
декан экономического факультета МГУ,
д.э.н., профессор*

ОТ НАУЧНОГО РЕДАКТОРА

Специалистам хорошо известно, насколько широкой популярностью в современном бизнес-образовании пользуется книга Р. Брейли и С. Майерса “Принципы корпоративных финансов”, русский перевод которой вы держите в руках. Для тех же, кто впервые знакомится с этой книгой, убедительным доказательством ее успеха, несомненно, послужит ее долголетие на высококонкурентном мировом книжном рынке: с момента первого выхода в свет в США в 1981 г. она выдержала уже 5 изданий, причем ее известность практически сразу вышла за пределы Соединенных Штатов, а последние издания уже специально готовились для международной аудитории. Успех книги обусловлен не только ее содержанием, но и легкостью изложения такого сложного предмета, каким являются корпоративные финансы, а также не характерным для подобной литературы чувством юмора.

Это обстоятельство накладывало дополнительную ответственность на тех, кто принимал участие в подготовке русского издания. И переводчики, и редакторы всемерно стремились сохранить все своеобразие оригинала, в то же время пытаясь максимально приблизить перевод по форме изложения к особенностям стилистики русского языка, а по содержанию — к формирующимся традициям российского рынка.

Основные трудности вызвала отработка терминологии корпоративных финансов в связи с тем, что:

- некоторые термины до настоящего времени еще не нашли широкого применения в русском экономическом языке;
- отдельные термины, используемые в

России, не совсем точно или удачно отражают суть соответствующих понятий;

- отдельные переводные термины, используемые в России, имея один аналог на языке происхождения, приобрели огромное множество синонимов в русском языке; и наоборот — целый синонимический ряд в английском языке может быть переведен на русский всего одним словом;
- некоторые термины, уже перешедшие в русскоязычную финансово-экономическую литературу из западных источников, не учитывают отличий в составляющих их основу стандартах учета и отчетности от соответствующих российских показателей, и поэтому могут вводить в заблуждение.

Разрабатывая терминологию для новой дисциплины, мы старались найти оптимальный компромисс между русскими и иностранными определениями, исходя из критериев простоты их адаптации в России и используемости в международной практике. В эту терминологию естественно влились отдельные общеэкономические понятия, некоторые — со своим традиционным содержанием, некоторые — обогащенные дополнительной смысловой нагрузкой. Но, конечно, многие термины являются совершенно новыми для нас, начиная с самого названия предмета, вынесенного в заглавие книги, — корпоративные финансы. Что такое корпоративные финансы? В западной литературе понятие “корпоративные финансы” считается синонимом финансового менеджмента (что в “более русском” переводе означает финансо-

вое управление), и выбор термина отражает лишь филологические предпочтения различных авторов. Однако нам представляется, что финансовый менеджмент есть более прикладное преломление корпоративных финансов. И то, и другое обычно определяется как совокупность инвестиционных решений компании и решений по выбору источников финансирования этих инвестиционных решений. Однако, если применять одно из определений управления финансами как “искусства и науки принятия правильных инвестиционных решений и решений по выбору источников их финансирования” (см. *Ramesh K.S. Rao. Financial Management. Macmillan Publishing Company, N. Y., Collier Macmillan Publishers, London, 1987. P. 12*), то можно сделать общий вывод, что в корпоративных финансах основной акцент, как правило, делается на научное обоснование соответствующих концепций и формул, в то время как финансовый менеджмент обычно больше ориентирован на искусство, т.е. на практическое применение финансовой теории. Однако такой подход не является безусловным правилом.

При переводе термина *corporate finance* как *корпоративные финансы* рассматривались и альтернативные варианты, такие, как *финансы корпораций* или *финансы акционерных компаний*, более привычные русскому слуху. Однако мы остановили свой выбор именно на корпоративных финансах по следующим причинам.

- В книге рассматриваются многие вопросы финансовой теории, которые относятся не только к корпорациям, но и к государственным финансам, финансам физических лиц, финансам предприятий других форм собственности, например такие, как временная стоимость денег, риск и доход, портфельная теория и др.

Это, кстати, обычно отражается и в структуре курса “Корпоративные финансы”, принятой в системе зарубежного образования, первая, теоретическая, часть которого так и называется: “Финансы”. Во второй части курса — посвященной собственно корпоративным финансам — рассматриваются вопросы практики управления финансами акционерной компании, многие из которых, однако, также применимы и к предприятиям других форм собственности. Поэтому альтернативные варианты назва-

ния книги невольно сузили бы круг рассматриваемых в ней вопросов. Таким образом, в данном контексте *корпоративные финансы* понимаются как *система объективных закономерностей и правил, определяющих взаимоотношения между всеми участниками финансовых рынков, в основе которых находится рыночная стоимость акций*.

- Данный термин уже удачно используется в финансово-экономическом лексиконе российского рынка.
- Термин *корпоративные финансы* является наиболее близким переводом английского названия.

Еще одну проблему в работе над книгой составляли термины, которые уже прочно вошли в русскую лексику как заимствованные слова, например опционы, фьючерсы, “спот”, “спред”, “сплит” и др. Кроме того, вследствие глобализации мировой экономики и интернационализации финансовых рынков многие определения уже потеряли свою страновую принадлежность. Особенно это относится к аббревиатурам ряда известных терминов, таким, как *NPV* (чистая приведенная стоимость — net present value), *EPS* (прибыль в расчете на одну акцию — earning per share), *P/E* (цена/прибыль — price/earning), *ROA* (рентабельность активов—return on assets) и др. Несмотря на то что часто приходится слышать упреки в засорении русского языка иностранными словами, нам показалось, что в подобных случаях наряду с русскими аналогами полных терминов допустимо пользоваться их английскими аббревиатурами (особенно, для краткости, в расчетах и формулах), поскольку они широко распространены в экономической прессе, служащей источником практической финансовой информации.

Отдельная проблема связана с терминами, которые довольно прочно вошли в русскоязычную литературу, однако выбор которых применительно к корпоративным финансам представляется не совсем удачным. Например, перевод таких базовых понятий, как *cost of capital*, *present value* и др. *Cost of capital* — это затраты на привлечение источников капитала, т.е. проценты и дивиденды, которые фирма выплачивает кредиторам и инвесторам за использование предоставленных ими ресурсов; поэтому мы перевели этот термин для краткости как *затраты на капитал*. В нашей литературе *cost of capital* обычно переводится как стоимость капитала. Однако стоимость

капитала — это показатель, часто используемый для обозначения капитала компании или физического лица в его стоимостном выражении (например, стоимость акционерного капитала, разница между ценой покупки и ценой продажи акции и др.).

Кроме того, нам хотелось более четко отделить понятие *cost* (затраты, себестоимость, издержки) от понятия *value* (стоимость, ценность), поскольку, как правило, под *cost* в финансах понимают некие фактические показатели (альтернативные ставки процента, количественно определяемые расходы на базе существующих цен), а под *value* — теоретическую стоимость, определяемую совокупностью факторов, в том числе и альтернативными затратами (издержками).

Термин *present value* в данной книге переводится как *приведенная стоимость* в отличие от часто используемого определения *текущая стоимость*, которое также довольно широко применяется в экономике и для других целей. Например, понятие “текущая стоимость” существует в бухгалтерском учете для определения текущей стоимости актива (*current value*) в противовес его первоначальной стоимости на момент приобретения.

В переводной литературе часто приходится сталкиваться с понятием *наличность*, которым переводится термин *cash*. Представляется, что это также вносит некоторые сложности в понимание рассматриваемых вопросов, особенно в силу особенностей системы наличных и безналичных расчетов в России. В корпоративных финансах под *cash* понимаются денежные средства. В любом случае, если речь идет об “оплате наличными”, то имеется в виду немедленная оплата чеком через банк или наличными деньгами, в отличие от оплаты с отсрочкой платежа.

Другой проблемой является проведение четкого различия между понятиями *revenue* (доход), *income* (поступление), *return* (отдача) и *profit* (прибыль). Особенно большую путаницу создает термин *income*, который часто в нашей литературе переводится как доход. Однако если проследить последовательность расчета этого показателя, то окажется, что он представляет собой доходы от реализации продукции за вычетом себестоимости реализованной продукции и прочих операционных расходов (таких, как расходы по управлению и сбыту), а также сальдо прочих статей, некоторые из которых имеют только доходную часть (например, дивиденды, полученные компанией по акциям других компаний).

Нужно сказать и о различиях между понятиями *return* и *revenue*. В российской практике под доходом обычно понимается выручка от реализации продукции и прочие поступления от финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Однако поступления в виде процентов и дивидендов также являются доходом. Кроме того, эти виды дохода рассчитываются как в абсолютном выражении (например, получено 2000 дол. в виде процентов за выданный кредит), так и в относительном (например, по кредиту выплачивается 10 % годовых).

При переводе подобных терминов мы исходили из необходимости понимания сути рассматриваемых формул или операций, т.е. из смысловой нагрузки каждого показателя в каждом конкретном случае.

Поэтому в книге используется следующий подход, если иное специально не оговорено в тексте:

- *доход (revenue)* — выручка от реализации продукции, работ и услуг и другие доходы компании;
- *доходность* или *отдача (return)* — прирост вложенного капитала, в зависимости от контекста в абсолютном или относительном выражении;
- *норма доходности (rate of return)* — прирост вложенного капитала, только в относительном выражении;
- *рентабельность, норма рентабельности, коэффициент рентабельности (rate of return, profitability ratio)* — результаты деятельности компании в относительном выражении.

Наконец, одной из наиболее сложных проблем являются расхождения в стандартах российского и международного учета, которые приводят к тому, что одними и теми же показателями обозначаются совершенно разные вещи. Это относится фактически ко всем статьям отчета о прибыли. Например, и в российской, и в международной практике используется показатель себестоимости реализованной продукции. Однако в западной практике (и в данной книге) под себестоимостью реализованной продукции понимаются только затраты на производство этой продукции без затрат на управление, расходов по сбыту и других расходов, не связанных непосредственно с производством продукции. Под чистой прибылью понимаются все доходы предприятия за вычетом всех его расходов; при этом под распределением чистой прибыли (прибыли после выплаты налогов) понимаются только

реинвестирование прибыли и выплата дивидендов. Согласно такой логике, и социальные фонды, и так называемые расходы, покрываемые из прибыли, остающейся в распоряжении предприятия в российской практике, являются для западных компаний расходами, а не распределением прибыли. Поэтому, прежде чем использовать, там где это возможно, концепции корпоративных финансов в России, необходимо сначала более корректно определить информационную базу, на которой должен строиться соответствующий анализ, в соответствии с принятым в международной практике подходом к формированию показателей финансовой отчетности.

Следует также отметить, что все ссылки на рекомендуемую литературу приводятся на английском языке, поскольку, к сожалению, практически все предлагаемые источники доступны в настоящее время только в зарубежных изданиях. На языке оригинала сохранены также названия компаний и организаций. Исключения составляют лишь примеры, где действуют не существующие в действительности фирмы или выдуманные персонажи. Стремясь оживить изложение, облегчить восприятие сложного материала, авторы зачастую придумывают для таких примеров довольно забавные названия и имена, порой прибегают даже к литературным аллюзиям. В этих случаях ради сохранения стилистических достоинств оригинала все названия и вообще имена соб-

ственные переведены на русский язык.

* * *

Корпоративные финансы, как наука и практика, только начинают формироваться в России. Мы надеемся, что книга *“Принципы корпоративных финансов”* поможет вам сформировать основу собственных знаний в этой области на базе классических концепций и подходов, наиболее характерных для развитой рыночной экономики. Хотелось бы также пожелать, чтобы благодаря этим знаниям вы впоследствии достигли успеха на поприще финансовой деятельности. И, возможно, кто-то из нынешних читателей книги сумеет внести свой вклад в разработку не только отечественных корпоративных финансов как элемента переходной экономики России, но и в общую теорию корпоративных финансов — одну из самых молодых самостоятельных научных дисциплин, которая ведет свой отсчет всего лишь с конца 50-х годов XX века.

Т. Б. Крылова

к.э.н.,

*доцент экономического факультета
МГУ*

ПРЕДИСЛОВИЕ

Эта книга рассказывает о теории и практике корпоративных финансов. Едва ли нужно объяснять, почему финансовые менеджеры должны хорошо разбираться в практических аспектах своей работы, однако, вероятно, бесполезно сказать несколько слов о значении теории.

Практический опыт помогает менеджерам справляться с каждодневными проблемами. Но лучших менеджеров отличает также способность эффективно реагировать на перемены. Для того чтобы уметь это делать, вам нужно нечто большее, чем проверенные временем практические навыки; вы должны понимать, *почему* компании и финансовые менеджеры ведут себя так, а не иначе. Другими словами, вам необходима *теория* корпоративных финансов.

Звучит устрашающе? Не должно бы. Хорошая теория помогает понять, что происходит вокруг вас. Она помогает вам задавать правильные вопросы, когда времена меняются и необходимо анализировать новые проблемы. Она также подсказывает вам, о чем *не стоит* беспокоиться.

В книге мы показываем, как использовать теорию финансов для решения практических проблем, а также для выявления тех фактов и важной информации, которые необходимо знать студентам, изучающим корпоративные финансы.

Безусловно, теория, представленная в этой книге, не является совершенной и исчерпывающей, — как, впрочем, и ни одна другая теория. В некоторых противоречивых вопросах экономисты-финансисты никак не могут сойтись во мнении о том, что следует делать компаниям. Мы не пытались сглаживать эти противоречия. Мы изложили основные аргументы каждой стороны и высказали нашу собственную точку зрения.

Кроме того, теория свидетельствует о том, что в некоторых ситуациях простые практические правила, на которые опираются современные финансовые менеджеры, приводят к негодным решениям. Когда, по нашим представлениям, финансовые менеджеры ошибаются, мы так и говорим, признавая в то же время, что для подобных действий могут существовать скрытые мотивы. Короче говоря, мы стремились быть беспристрастными и при этом обойтись без резких оценок.

Хорошая теория, стоит только в ней разобраться, становится просто делом здравого смысла. Поэтому мы пытались и объяснять ее на уровне здравого смысла. Мы старались избегать абстрактных доказательств и сложных математических расчетов. Однако некоторые части книги могут потребовать значительного напряжения ума для тех, кто не привык к экономической логике. Наиболее сложные разделы в книге мы отметили звездочкой и предлагаем вам пропустить их при первом чтении.

О вспомогательных средствах обучения

Эта книга не требует обязательной предварительной подготовки, кроме знания алгебры и умения читать. Однако элементарные представления о бухгалтерском учете, статистике и микроэкономике, конечно, были бы полезны.

Каждая глава книги заканчивается резюме, списком рекомендуемой литературы для дальнейшего чтения, перечнем простых контрольных вопросов для быстрой самопроверки и более сложных вопросов и заданий. Ответы на контрольные вопросы вы найдете в конце книги, так же как и таблицы приведенной стоимости и опционов. Существует пособие для изучения данной книги (*Charles A. D'Ambrosio and Stewart D. Hodges. Study Guide to Accompany Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill, New York, 1991*), в котором приводятся выводы по каждой главе, дополнительные иллюстрации, задания и другой полезный материал.

Издательство McGraw-Hill выпустило также пакет прикладных компьютерных программ для различных финансовых расчетов, основанный на программе LOTUS. Кроме того, мы участвовали в разработке отдельного пакета программ (PCF Toolkit). Эти программы предназначены для решения практических финансовых проблем; они также могут быть полезны как вспомогательный инструмент в процессе обучения, так что вы можете воспользоваться ими для выполнения каждого задания. Мы считаем, что программы PCF Toolkit очень просты в обращении, привлекательно графически оформлены и очень гибки в использовании.

Для преподавателей, пользующихся этой книгой, имеются специальное пособие для преподавателя, сборник тестов, содержащий около 900 вопросов, и пакет из 400 слайдов.

Мы должны также упомянуть о стиле изложения и подачи материала, с тем чтобы впоследствии избежать недоразумений. Во-первых, вы заметите, что наиболее важные финансовые термины, когда они впервые появляются в тексте, выделены жирным шрифтом. Во-вторых, большинство алгебраических символов, обозначающих абсолютные стоимостные показатели, даются заглавными буквами. Другие символы даются мелким шрифтом. Так, например, для обозначения дивидендов используется символ DIV ; а для обозначения нормы доходности в процентном выражении — r . Мы надеемся, что это облегчит понимание алгебраических примеров и расчетов.

Изменения в четвертом издании

Читателям третьего издания может быть интересно, что нового появилось в четвертом издании, помимо исправлений и доработки. Во-первых, мы переписали главы и разделы, которые, как нам казалось, можно было упростить для восприятия. Например, мы поменяли последовательность изложения материала в главах 7 и 8, посвященных риску и ожидаемой доходности. Мы также существенно обновили главы 20 и 21, где говорится об опционах, и теперь в главе 21 основное внимание уделено применению теории опционов к практике инвестирования в реальные активы.

Обновления потребовал фактически весь материал, кроме азов. Например, теперь уже не имеет смысла говорить об эффективности рынка без упоминания о биржевом крахе в октябре 1987 г. Мы включили в книгу материал об этом и говорим также о том, как, по нашему мнению, подобные события влияют на идеи об эффективности рынка. В главе 8 сейчас содержится больше материала о модели оценки активов с учетом фактора потребления и арбитражной теории ценообразования (включая практический пример о том, как одна из фирм использует арбитражную теорию для расчета своих затрат на привлечение капитала). Мы существенно переделали главы о слияниях (глава 33) и корпоративной задолженности (главы 23 и 24), включив больше материала о враждебных поглощениях, выкупе компаний за счет заемного капитала, реструктуризации корпораций и “мусорных” облигациях. В главу 15 включена дискуссия о Правиле 144а Комиссии по ценным бумагам и биржам, которое разрешает торговлю бумагами частного размещения; глава 35 дополнена разделом о программах участия работников в акционерной собственности и т. д. Нам кажется, что такие изменения позволяют “идти в ногу” как с последними событиями, так и с новейшими идеями.

Есть и более тонкие изменения. Например, финансовым менеджерам в США необходимо лучше знать финансовые системы других стран. Поэтому в тех случаях, когда система США отличается от других, мы давали свои комментарии. Например, в главе 14, посвященной финансированию корпораций, мы рассказали о том, как США отличается от Японии и Германии по структуре капитала.

В данном издании мы также уделили больше внимания проблемам агентских отношений. Трудно понять многие последние собы-

тия в сфере финансов, такие, как рост числа враждебных поглощений, тенденции к реструктуризации, без осознания того, что менеджеры могут иметь интересы, отличные от интересов инвесторов и работников. Теперь мы вводим эти идеи агентских отношений в самом начале книги, а затем строим на них свои рассуждения в более поздних главах.

Наконец, мы добавили много новых вопросов и заданий.

Благодарности

Перечень людей, которым мы благодарны за их плодотворную и полезную критику предыдущих изданий и рукописи данного издания, очень обширен:

Джордж Арагон, Бостонский колледж; У. Брайан Барретт, университет Майами; Цви Боди, Бостонский университет; Синтия Дж. Кэмпбелл, Вашингтонский университет, г. Сент-Луис; Ян Купер, Лондонская Школа бизнеса; Джером Л. Дункан, мл., Государственный университет Мемфиса; Фрэнк Фабоззи, Массачусеттский технологический институт; Алан И. Грюневалд, Мичиганский государственный университет; Манак К. Гупта, Темплский университет; Делвин Д. Холи, университет Миссисипи; Лео Герцель, Mayer, Brown & Platt; Костас Капланис, Salomon Brothers; Эви Капланис, Лондонская Школа бизнеса; Уильям Кистлер, университет Лонг-Айленда; Арнолд Лансен, Калифорнийский государственный университет, г. Хейворд; Деннис И. Лог, Дартмуртский колледж; Томас И. Макку, Дьюкенский университет; Уильям А. Маккуллох, университет Флориды; Джон

А. Макдоналд, Нью-Йоркский государственный университет, г. Олбани; Саман Мажд, Salomon Brothers; Сурендра Мансингха, Государственный университет Сан-Франциско; Роджер Мезник, колледж Баруха; Лиза Мелброк, Массачусеттский технологический институт; Патрик Риган, BEA Associates; Скот Ричард, Goldman Sachs; Ричард Рубек, Гарвардская Школа бизнеса; Брюс Л. Рабин, университет Олд-Доминиона; Ричард Шепро, Mayer, Brown & Platt; Бернард Шинкел, Уэйнский государственный университет; Гордон Сик, университет Алберта; Лакшми Шиям Сандер, Дартмуртский колледж; Ричард Дж. Суини, колледж Клермона Маккенна; Стивен Томас, Массачусеттский технологический институт; Майкл Уиниган, Государственный университет Огайо; Томас С. Цорн, университет Небраски, г. Линкольн.

Мы выражаем особую благодарность Чарльзу Д'Амброзо, редактору серии книг по финансам издательства McGraw-Hill.

Этот список почти наверняка не полон. Мы знаем, сколь многим мы обязаны нашим коллегам из Лондонской Школы бизнеса и Школы менеджмента Массачусеттского технологического института. Во многих случаях идеи, изложенные в данной книге, в такой же степени принадлежат им, сколько и нам. И наконец, мы благодарим наших жен, Диану и Морин, которых с каждым новым изданием все больше мутит от этой книги.

*Ричард Брейли
Стюарт Майерс*