

Предисловие

В этой книге описаны теория и практика корпоративных финансов. Вряд ли нужно объяснять, почему финансовые менеджеры должны освоить практические аспекты своей работы, но мы должны объяснить, почему прагматичным менеджерам нужно возиться с теорией.

Менеджеры на опыте учатся справляться с рутинными проблемами. Но наилучшие менеджеры те, кто в состоянии реагировать на изменения. Для этого вам нужно больше, чем проверенные временем эмпирические правила; вы должны понять, *почему* компании и финансовые рынки ведут себя таким образом. Другими словами, вам нужна *теория* финансов.

Звучит устрашающе? Не следует пугаться. Хорошая теория помогает объяснять, что происходит в мире вокруг нас, и задавать правильные вопросы, особенно когда времена меняются и нужно анализировать новые проблемы. Она подсказывает, о чем *не* стоит беспокоиться вовсе. Из этой книги вы узнаете, как менеджеры могут использовать финансовую теорию для решения практических задач.

Конечно, представленная в этой книге теория не является ни совершенной, ни полной — такой теории не существует. Есть некоторые известные расхождения во мнениях, когда между финансовыми экономистами нет согласия. Мы не ретушируем эти разногласия. Мы приводим аргументы каждой из сторон и формулируем свою позицию.

Многое в этой книге посвящено тому, что делают финансовые менеджеры и почему они это делают. Также вы узнаете, что *должны* делать финансовые менеджеры, чтобы повысить ценность компании. Если в чем-то финансовые менеджеры действуют наперекор теории и совершают ошибки, мы так и говорим, хотя и признаем, что для подобных действий могут быть скрытые мотивы. Короче говоря, мы стараемся быть справедливыми, но особо не церемонимся.

Может быть, эта книга даст вам первый взгляд на мир современной теории финансов. Если это так, вы будете читать ее, чтобы узнать о новых идеях, понять, как теория финансов претворяется в жизнь, и, мы надеемся, отчасти для удовольствия. Но когда-нибудь вам придется принимать финансовые решения, а не просто изучать их. Тогда вы сможете вернуться к этой книге как к справочнику и руководству к действию.

Изменения во втором издании

Мы гордимся успехом первого издания этой книги, и мы сделали все возможное, чтобы улучшить второе издание.

Что нового во втором издании? Мы переписали и обновили несколько основных глав. Содержимое глав во многом осталось тем же, но мы думаем, что пересмотренные главы стали проще для усвоения. Эти главы содержат также больше **реальных примеров**.

Глава 1 теперь называется “Цели компании и корпоративное управление”. Мы вводим читателя в предмет финансового менеджмента с помощью недавних примеров капитальных инвестиций и финансовых решений нескольких хорошо известных корпораций. Мы объясняем, почему максимизация ценности имеет смысл как финансовая цель. Наконец мы рассматриваем, почему необходимы хорошее корпоративное управление и системы стимулирования, чтобы вовлечь руководителей и сотрудников в совместную работу над увеличением ценности компании и соблюдением этических норм.

В **главе 2** объединены главы 2 и 3 из первого издания. Эта глава непосредственно подводит к вычислению приведенных ценностей. Мы считаем, что она лучше организована, и в таком представлении разобраться будет легче.

Глава 3 вводит в оценивание облигаций. Ее материал был перекомпонован и упрощен. В этой главе в основном рассматриваются безрисковые облигации, но включены также вводные понятия, связанные с корпоративным долгом и риском дефолта.

Вопросы краткосрочного и долгосрочного финансового планирования теперь объединены в **главе 19**. Мы решили, что рассматривать финансовое планирование в двух главах неудобно и неэффективно.

Глава 18 теперь полностью посвящена финансовому анализу, что может оказаться более удобным для преподавателей, которые захотят рассматривать эту тему в начале своего курса. Мы на примере реальной компании (Lowe’s) объясняем, как финансовая отчетность и финансовые коэффициенты позволяют выявить ценность компании, прибыльность и эффективность ее деятельности и ее финансовое состояние.

Начавшийся в 2007 году **кредитный кризис** наглядно продемонстрировал важность хорошо функционирующей финансовой системы и высветил проблемы, которые возникают, когда она перестает функционировать должным образом. Существует мнение, что кризис опроверг подходы современных финансов. Мы же, наоборот, считаем, что это был тревожный звонок — призыв вспомнить основные принципы корпоративных финансов, в том числе важность хорошей системы корпоративного управления и надлежащих стимулов для менеджеров, необходимость эффективного управления рисками и поддержания разумной структуры капитала.

По всему тексту книги мы добавили **примеры и обсуждения кризиса**, начиная с обсуждения в главе 1 агентских издержек и важности надлежащего корпоративного управления. В других главах потребовалась значительная ревизия содержания, чтобы отразить уроки кризиса. Это относится к **главе 11**, в которой в рамках обзора эффективности рынка расширено обсуждение пузырей цен на активы.

Первое издание полной версии этой книги появилось в 1981 году. Основные принципы за это время не изменились, но за последние три десятилетия в теории и практике произошли важные перемены. В исследованиях по финансам теперь меньше внимания уделяется тому, что должны делать финансовые менеджеры, а больше — пониманию и интерпретации того, что менеджеры делают на практике. Иными словами, финансовая наука стала в большей степени позитивной и в меньшей степени нормативной. Например, мы сейчас имеем подробные исследования практики капитальных инвестиций, финансовой политики и политики выплат. Мы даем обзор этих исследований и рассматриваем, какую ясность они вносят в конкурирующие теории.

Сейчас многие финансовые решения кажутся не столь однозначными, как это казалось 20 или 30 лет назад. Не имеет смысла задавать вопрос “Высокие выплаты — это хорошо или плохо?” или спрашивать “Нужно ли компаниям заимствовать много или мало”. Правильный ответ — “Это зависит от...” Поэтому мы всегда приводим плюсы и минусы той или иной политики. Мы спрашиваем “Какие вопросы должен задавать финансовый менеджер, разрабатывая ту или иную финансовую политику?” Например, вы увидите этот сдвиг в ак-

центах, когда мы в **главе 12** обсуждаем решения о выплатах.

Это издание опирается на другие изменения, произведенные в предыдущих изданиях. Мы признаем, что сейчас финансовые менеджеры больше, чем когда-либо, работают в международной среде и, следовательно, должны быть знакомы с международными различиями в характере финансового менеджмента и финансовых рынков и институтов. Соответственно, мы находим все больше возможностей для международных сравнений и использования примеров не из США. Мы надеемся, что этот материал обеспечит лучшее понимание расширившегося финансового окружения и будет полезным для многих наших читателей по всему миру.

Даже первоклассник знает, что добавлять проще, чем вычитать. Чтобы освободить место для новых тем, мы должны были сделать какие-то разумные сокращения. Мы не будем рассказывать вам, где мы вырезали материал, потому что надеемся, что вы не заметите удалений.

Делая обучение легким

В каждую главу книги включены: краткий обзор в начале, резюме — в конце главы и аннотированный список рекомендованной дополнительной литературы. Список возможных кандидатов для дальнейшего чтения сейчас весьма объемный. Вместо того чтобы пытаться перечислить все важные статьи, мы в основном перечислили обзорные статьи или книги общего характера. Более специфические ссылки перемещены в сноски.

Каждая глава сопровождается набором вопросов концептуального характера и числовых задач **начального и среднего уровней**; есть и несколько вопросов **профессионального уровня**. Ответы на нечетные вопросы и задачи начального уровня приведены в приложении.

В те главы, где это имело смысл, мы добавили раздел “**Анализ реальных данных**”. Этот раздел сейчас содержит ряд проектов, которые вы видели в предыдущем издании, а также новые задания по анализу данных. Цель этих упражнений — познакомить читателя с некоторыми полезными сайтами и объяснить, как загружать и обрабатывать данные из Интернета. Во многих заданиях раздела “Анализ данных” использованы финансовые данные, которые читатель может загрузить из **учебной версии базы данных Market Insight агент-**

ства **Standard & Poor's**, эксклюзивного партнера McGraw-Hill.¹

В книгу включены также семь **мини-кейсов** в конце некоторых глав. Они включают конкретные вопросы, помогающие анализу мини-кейса. Ответы на мини-кейсы доступны преподавателям на сайте книги.

Программы для работы с таблицами, например Excel, хорошо подходят для многих финансовых вычислений. В несколько глав теперь включены вставки, в которых приводятся **наиболее полезные финансовые функции** и даются короткие практические вопросы. Мы показываем, как найти и вызвать нужную функцию Excel и затем ввести данные. Мы считаем, что это намного проще, чем пытаться вспомнить формулу для каждой функции.

Многие данные в тексте даются в форме электронных таблиц. В этих случаях на сайте книги есть эквивалентные “живые” электронные таблицы. Читатели могут использовать их, чтобы лучше понять скрытые вычисления и увидеть эффект от изменения используемых данных. Мы привязываем к электронным таблицам некоторые вопросы и задания в конце глав.

19 глав этой книги разделены на семь частей. Части 1–3 охватывают оценивание и принятие инвестиционных решений. В частях 4–6 обсуждается долгосрочное финансирование. Часть 7 посвящена финансовому планированию и краткосрочным финансовым решениям.

Благодарности

У нас есть длинный список людей, которых мы благодарим за полезную критику предыдущих изданий и за помощь в подготовке этого издания. Это Faiza Arshad, Aleijda de Cazenove Balsan, Kedran Garrison, Robert Pindyck, Sara Salem и Gretchen Slemmons из MIT; Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton и Stefania Uccheddu из London Business School; Lynda Borucki, Michael Barhum, Marjorie Fischer, Larry Kolbe, Michael Vilbert, Bente Villadsen и Fiona Wang из The Brattle Group, Inc.; Alex Triantis из the University of Maryland; Adam Kolasinski из the University of Washington; Simon Gervais из Duke University; Michael Chui из The Bank for International Settlements; Pedro Matos из the University of Southern California; Yupana

¹Эта специально подготовленная база данных доступна покупателям английского издания книги. — *Примеч. ред.*

Wiwattanakantang из Hitotsubashi University; Nickolay Gantchev, Tina Horowitz и Chenying Zhang из the University of Pennsylvania; Julie Wulf из Harvard University; Jing-hua Yan из Tykhe Capital; Roger Stein из Moody's Investor Service; Bennett Stewart из EVA Dimensions; а также James Matthews из Towers Perrin.

Мы хотим выразить признательность тем преподавателям, чьи глубокие замечания и предложения были бесценными для нас в процессе пересмотра книги.

Neyaz Ahmed, *University of Maryland*
 Anne Anderson, *Lehigh University*
 Noyan Arsen, *Koc University*
 Anders Axvarn, *Gothenburg University*
 Phil Baird, *Duquesne University*
 Jan Bartholdy *ASB, Denmark*
 Penny Belk, *Loughborough University*
 Omar Benkato, *Ball State University*
 Eric Benrud, *University of Baltimore*
 Peter Berman, *University of New Haven*
 Tom Boulton, *Miami University of Ohio*
 Edward Boyer, *Temple University*
 Alon Brav, *Duke University*
 Jean Canil, *University of Adelaide*
 Celtin Ciner, *University of North Carolina, Wilmington*
 John Cooney, *Texas Tech University*
 Charles Cuny, *Washington University, St. Louis*
 John Davenport, *Regent University*
 Ray DeGennaro, *University of Tennessee, Knoxville*
 Adri DeRidder, *Gotland University*
 William Dimovski, *Deakin University, Melbourne*
 David Ding, *Nanyang Technological University*
 Robert Dittmar, *University of Michigan*
 Robert Duvic, *University of Texas at Austin*
 Alex Edmans, *University of Pennsylvania*
 Susan Edwards, *Grand Valley State University*
 Robert Everett, *Johns Hopkins University*
 Frank Flanegin, *Robert Morris University*
 Zsuzanna Fluck, *Michigan State University*
 Connel Fullenkamp, *Duke University*
 Mark Garmaise, *University of California, Los Angeles*
 Sharon Garrison, *University of Arizona*
 Christopher Geczy, *University of Pennsylvania*

- George Geis, *University of Virginia*
 Stuart Gillan, *University of Delaware*
 Felix Goltz, *Edhec Business School*
 Ning Gong, *Melbourne Business School*
 Levon Goukasian, *Pepperdine University*
 Gary Gray, *Pennsylvania State University*
 C. J. Green, *Loughborough University*
 Mark Griffiths, *Thunderbird, American School of International Management*
 Re-Jin Guo, *University of Illinois, Chicago*
 Ann Hackert, *Idaho State University*
 Winfried Hallerbach, *Erasmus University, Rotterdam*
 Milton Harris, *University of Chicago*
 Mary Hartman, *Bentley College*
 Glenn Henderson, *University of Cincinnati*
 Donna Hitscherich, *Columbia University*
 Ronald Hoffmeister, *Arizona State University*
 James Howard, *University of Maryland, College Park*
 George Jabbour, *George Washington University*
 Ravi Jagannathan, *Northwestern University*
 Abu Jalal, *Suffolk University*
 Nancy Jay, *Mercer University*
 Kathleen Kahle, *University of Arizona*
 Jarl Kallberg, *NYU, Stern School of Business*
 Ron Kaniel, *Duke University*
 Steve Kaplan, *University of Chicago*
 Arif Khurshed, *Manchester Business School*
 Ken Kim, *University of Wisconsin, Milwaukee*
 C. R. Krishnaswamy, *Western Michigan University*
 George Kutner, *Marquette University*
 Dirk Laschankzy, *University of Iowa*
 David Lins, *University of Illinois, Urbana*
 David Lovatt, *University of East Anglia*
 Debbie Lucas, *Northwestern University*
 Brian Lucey, *Trinity College, Dublin*
 Suren Mansinghka, *University of California, Irvine*
 Ernst Maug, *Mannheim University*
 George McCabe, *University of Nebraska*
 Eric McLaughlin, *California State University, Pomona*
 Joe Messina, *San Francisco State University*
 Dag Michalsen, *BI, Oslo*
 Franklin Michello, *Middle Tennessee State University*
 Peter Moles, *University of Edinburgh*
 Katherine Morgan, *Columbia University*
 Darshana Palkar, *Minnesota State University, Mankato*
 Claus Parum, *Copenhagen Business School*
 Dilip Patro, *Rutgers University*
 John Percival, *University of Pennsylvania*
 Birsal Pirim, *University of Illinois, Urbana*
 Latha Ramchand, *University of Houston*
 Rathin Rathinasamy, *Ball State University*
 Raghavendra Rau, *Purdue University*
 Joshua Raugh, *University of Chicago*
 Charu Reheja, *Wake Forest University*
 Thomas Rhee, *California State University, Long Beach*
 Tom Rietz, *University of Iowa*
 Robert Ritchey, *Texas Tech University*
 Michael Roberts, *University of Pennsylvania*
 Mo Rodriguez, *Texas Christian University*
 John Rozycki, *Drake University*
 Frank Ryan, *San Diego State University*
 Marc Schauten, *Eramus University*
 Brad Scott, *Webster University*
 Nejat Seyhun, *University of Michigan*
 Jay Shanken, *Emory University*
 Chander Shekhar, *University of Melbourne*
 Hamid Shomali, *Golden Gate University*
 Richard Simonds, *Michigan State University*
 Bernell Stone, *Brigham Young University*
 John Strong, *College of William & Mary*
 Brian Strophe, *Rutgers University*
 Avaniidhar Subrahmanyam, *University of California, Los Angeles*
 Tim Sullivan, *Bentley College*
 Shrinivasan Sundaram, *Ball State University*
 Chu-Sheng Tai, *Texas Southern University*
 Stephen Todd, *Loyola University, Chicago*
 Walter Torous, *University of California, Los Angeles*
 Emery Trahan, *Northeastern University*
 Ilias Tsiakas, *University of Warwick*
 Narendar V. Rao, *Northeastern University*
 David Vang, *St. Thomas University*
 Steve Venti, *Dartmouth College*
 Joseph Vu, *DePaul University*

John Wald, *Rutgers University*
John Wald, *University of Texas-San Antonio*
Chong Wang, *Naval Postgraduate School*
Kelly Welch, *University of Kansas*
Jill Wetmore, *Saginaw Valley State University*
Patrick Wilkie, *University of Virginia*
Matt Will, *University of Indianapolis*
Art Wilson, *George Washington University*
Shee Wong, *University of Minnesota, Duluth*
Bob Wood, *Tennessee Tech University*
Fei Xie, *George Mason University*
Minhua Yang, *University of Central Florida*
Chenyang Zhang, *University of Pennsylvania*

Этот список, конечно, не полный. Мы знаем, сколь многим мы обязаны нашим коллегам из Лондонской школы бизнеса, Слоуновской школы менеджмента Массачусетского технологического института и Уортоновской школы бизнеса Пенсильванского университета. Во многих случаях идеи, которые появились в этой книге, настолько же их идеи, насколько и наши.

Мы также хотели бы поблагодарить всех тех сотрудников издательства McGraw-Hill/Irwin, кто работал над книгой, в том числе: Michele Janicek, ответственного редактора; Lori Koetters, выпускающего редактора; Christina Kouvelis, старшего редактора-консультанта; Karen Fisher, редактора-консультанта-II; Melissa Caughlin, старшего специалиста по маркетингу; Jennifer Jelinski, специалиста по маркетингу; Dana Pauley, менеджера проекта; Laurie Entringer, дизайнера; Michael McCormick, ведущего руководителя производства; Suresh Babu, медиаменеджера проекта.

Наконец мы приносим бесконечную благодарность нашим женам, Диане, Морин и Салли, которые, выходя за нас замуж, не знали, что связывают свою жизнь с *Принципами корпоративных финансов*.

Ричард А. Брейли
Стюарт Майерс
Франклин Аллен