

УДК 330 (075.8)
JEL E63, F63

А. А. Перфильев, Л. П. Буфетова

*Новосибирский государственный университет
ул. Пирогова, 1, Новосибирск, 630090, Россия*

aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com

ФЕНОМЕН УПРАВЛЕНЧЕСКОГО КАПИТАЛА В ФИНАНСОВОЙ ТЕОРИИ

Рассматривается категория «капитал» с позиций изменений, повлиявших на эволюцию роли капитала в производстве. Имеется в виду наметившийся переход от индустриальной к финансовой экономике, снижение исключительного значения уровня капиталоемкости производства и рост влияния человеческого фактора на эффективность производства, развитие инновационной экономики. Возросшее во второй половине XX в. влияние человеческого фактора на достижение целей бизнеса, на денежные потоки и доходность инвестируемого капитала обусловлено тем, что все эти результаты во многом зависят от профессионально-личностных характеристик менеджера.

В теории менеджмента такому влиянию уделяется большое внимание, и исследуется роль управленческого капитала в снижении рисков и росте доходности капитала.

Современные представления о роли управленческого капитала в функционировании компании, на наш взгляд, создают основу для включения категории управленческого капитала в совокупность базовых понятий финансовой теории. Поэтому в статье предпринята попытка эту основу обозначить, обосновать и представить возможные подходы к использованию управленческого капитала в рамках финансовой теории.

Ключевые слова: управленческий капитал, финансовый капитал, механизм использования управленческого капитала, человеческий капитал.

Введение

В условиях индустриальной экономики инвестированный капитал в основном совпадал со стоимостью активов, а отклонение рентабельности индивидуального капитала от среднеотраслевых и среднерыночных носило характер случайных отклонений, которые выравнивались механизмами конкуренции на рынках товаров и капиталов.

Развитие постиндустриальной экономики, рост роли инноваций во всех сферах человеческой жизни, развитие финансовой экономики существенно повлияло на понимание роли капитала. Сначала капиталист ассоциировался с владельцем факторов производства, теперь он становится инвестором и владеет финансовыми инструментами, а его доход связан с денежными потоками финансовых инструментов и стоимостью денег. Стоимость капитала для капиталиста (market value) и стоимость капитала для компании (booked value) начинают различаться.

Фактом является то, что значение объемов факторов производства и соответственно инвестированного капитала в новой экономике для роста стоимости компании сокращается и возрастает роль в этом топ-менеджеров, творческий потенциал которых организует деятельность коллектива компании и обеспечивает бизнесу определенные преимущества на рынке. Однако, на наш взгляд, *роль менеджеров в процессе роста капитала не находит должного учета в процессе распределения прибыли*. Иначе говоря, получаемая прибыль должна рас-

Перфильев А. А., Буфетова Л. П. Феномен управленческого капитала в финансовой теории // Мир экономики и управления. 2017. Т. 17, № 1. С. 126–134.

пределяться иначе, чем это предполагают идеи классической экономической школы. Мы полагаем, что *доминирование владельцев собственного капитала при распределении результатов производства должно быть ограничено, по крайней мере в нем следует учитывать вклад топ-менеджеров, как носителей управленческого капитала*. Мы считаем разумным рассматривать управленческий капитал (УК) наряду с финансовым в качестве равноправных источников, создающих прибыль компании, которая должна распределяться между владельцами собственного и управленческого капитала. Чтобы обосновать и обсудить это, нужно проанализировать существующие теоретические представления, связанные с учетом управленческого капитала в финансовой теории.

Управленческий капитал в агентской теории

В современной экономической науке взаимодействие собственников капитала и носителей управленческого капитала – менеджеров – представлено в агентской теории.

Основы агентской теории были заложены работами А. Берле и Дж. Минз «Современная корпорация и частная собственность» (1932 г.), где констатировался факт отделения управленческих функций от функций собственников в компании с распыленной структурой акционерного капитала, и Р. Коуза «Природа фирмы» (1937 г.) с его идеей существования транзакционных агентских издержек, издержек по составлению контрактов, необходимости управления транзакционными издержками.

Агентская теория предполагает, что устранение акционеров от управления корпорациями является следствием развития корпоративной формы собственности, обусловленной разнообразием способов привлечения капитала, разделением финансирования и управления инвестированным капиталом. Разделение функций собственника и управляющего собственностью порождает асимметрию информации (Дж. Акерлоф, 1960 г.) и стремление собственников заключить полный контракт на управление инвестированным капиталом.

Агентская проблема в корпоративном управлении заключена в противоречии интересов менеджеров и инвесторов вследствие недостаточной мотивации менеджеров *максимизировать доход инвесторов*. Наиболее популярным способом решения агентской проблемы считают возможность создания и управления агентскими контрактами таким образом, чтобы затраты на агентские контракты не превысили эффект от их использования и при этом функционирование агентских контрактов позволяло бы достигать глобального оптимума для всех стейхолдеров.

Агентская проблема опирается на признание особой роли менеджера, который формально является наемным работником, но в процессе производства проявляет себя не как обычный фактор производства, а как человеческий капитал – некая творческая сила, способная увеличить стоимость компании.

Выделяют два подхода к развитию агентской теории: позитивная агентская теория; теория отношений принципал-агент. Оба подхода исследуют контракты с позиций нахождения оптимума в Парето-области, но различаются в предметах исследования. Теория отношения «принципал-агент» предпочитает формализацию своих выводов, обращая внимание на предпочтения заинтересованных сторон, факторы неопределенности, информационную асимметрию. Позитивная агентская теория – нематематический подход – изучает конкретные ситуации, влияние контрактов и человеческого капитала на возможности согласования интересов стейхолдеров. Развитие подходов содержится в работах Ч. Хилла (1992 г.), где агентская теория заинтересованных сторон совмещает оба подхода.

Агентская теория предполагает доминирование инвесторов по отношению к агенту, которое выражается в установлении определенных правил и попытке контроля деятельности исполнительных органов компании. Уровень регулирования и контроля обусловлен соотношением агентских издержек и потерь от оппортунистической деятельности агента. Основной упор агентской теории сосредоточен на поиске таких способов воздействия на агента, чтобы его поведение было управляемым и приемлемым.

В отличие от агентской теории, которую часто относят к теории корпораций, теория менеджмента давно рассматривает управленческий капитал как часть интеллектуального капитала компании, играющего важную роль в ее функционировании.

Управленческий капитал как часть интеллектуального капитала компании

Категория «управленческий капитал» как особая форма интеллектуального капитала вошла в научный оборот благодаря исследованиям Т. Стюарта, Р. Свейби, Л. Эдвиссона, А. Холла и других ученых [1]. Интеллектуальный капитал как неосязаемый актив становится решающим фактором высокой конкурентоспособности предприятия.

Интеллектуальный капитал, по мнению указанных авторов, включает три элемента: 1) человеческий капитал – задатки, способности, знания, умения, навыки персонала предприятия; 2) социальный капитал – запас и движение знаний, информации, коммуникативных связей на предприятии; 3) организационный капитал – институционализированное знание, находящееся в собственности предприятия.

Все три аспекта интеллектуального капитала соединяет в деятельности компании менеджер как носитель управленческого капитала, что определяющим образом сказывается на развитии интеллектуального капитала и на эффективности деятельности компании в целом. Знания, способности и информация объединяются благодаря менеджменту. Это позволило указанным авторам ввести в научный оборот понятие управленческого капитала и включить его в структуру интеллектуального капитала предприятия, определяя его как совокупность управленческих способностей, знаний, умений, опыта управленческих решений человека, дающих возможность получать доход компании. УК представлен менеджерами компании [1].

Формы реализации человеческого капитала и источники его оплаты

В теории менеджмента предприятие рассматривается не только как производитель экономических благ, но и как организация, имеющая имидж как нематериальный актив, способствующий росту денежного потока. Современные предприятия создают разные виды нематериальных активов: торговые марки, бренды, лицензии, патенты, ноу-хау, являющиеся результатом функционирования человеческого капитала. Только часть этих нематериальных активов может быть отражена в бухгалтерском балансе и финансовой отчетности. Человеческий капитал в компании реализуется в форме нематериальных активов, причем двух видов:

- а) созданные нематериальные активы, часть из которых отражена в балансе;
- б) существующий творческий потенциал компании, который никак не отражен в активах компании.

В теории менеджмента предполагается, что топ-менеджер, являясь фактором производства с набором некоторых уникальных качеств, ведет себя лояльно по отношению к владельцам бизнеса [2], что, вообще говоря, является предметом агентской теории и теории контрактов. Последняя формализует механизм распределения прибыли между владельцами финансового и управленческого капитала. Контракт предусматривает вознаграждение топ-менеджера в форме оклада и премий (премий, выплачиваемых в краткосрочном и долгосрочном периодах). Краткосрочные премии привязываются, как правило, к достижению операционных результатов за текущий период, не превышающий года, и определяются такими показателями, как прибыль, достигнутый размер и уровень продаж; уровень производительности труда; эффективность производства; конкурентные позиции компании и др. Долгосрочные премии мотивируют топ-менеджеров на участие в стратегическом развитии бизнеса и росте капитализации компании. Такие премии привязаны к будущим результатам и ориентированы на период 3–5 лет.

Если оклад финансируется из издержек и включается в фонд оплаты труда, то премии выплачиваются из прибыли. Премии краткосрочного периода справедливо платить из прибыли текущего года или сформированных ранее фондов. Премии долгосрочного периода следует платить из будущей прибыли. Но поскольку ее размер не известен, и она как источник выплат еще не существует, то в качестве инструмента платежа для премии долгосрочного периода используют различные финансовые инструменты, такие как акции и опционы на акции.

Сказанное является основанием того, чтобы управленческий капитал, наряду с собственниками капитала, оказывал влияние на распределение прибыли. Это станет залогом того, что УК будет заинтересован в увеличении стоимости компании не по поручению инвестора, а как сохозяин компании.

Какова практика вознаграждения УК? По данным консалтинговой компании «Проект «Дельфы»»¹, в структуре вознаграждений российских топ-менеджеров оклад составляет 40 %, краткосрочные вознаграждения – 50 %, долгосрочные вознаграждения – 10 %. Для мировой практики эти значения составляют 25, 25, 50 % соответственно. Оказывается, современные владельцы собственного капитала компаний понимают роль топ-менеджеров в развитии бизнеса и пытаются учесть это при распределении денежных потоков. Это усиливает позицию равноправного представительства УК в распределении прибыли компании.

Управленческий капитал с позиций финансовой теории

Важнейшими блоками современной финансовой теории являются корпоративные финансы и теория инвестирования [3]. В фокусе финансовой теории находятся фондовые активы, денежные потоки и их оценка, прежде всего, с позиций инвесторов.

Центральный вопрос теории корпораций – как определить стоимость собственного капитала компании с точки зрения акционеров (market value). Существующие подходы учитывают реакцию инвесторов на денежные потоки по акциям (дивидендная политика), инвестиционный потенциал, корпоративные и финансовые риски.

Как правило, человеческого и управленческого капитала в этих потоках в явном виде нет, и их влияние рассматривается через неопределенность ключевых факторов, воздействующих на денежные потоки. Инвестор не может увидеть ни усилий работников компании, ни возможности менеджеров. Он видит только балансы, экономические показатели и денежные потоки дивидендов и оценивает специфические усилия менеджера наряду с другими факторами, поскольку он не может оценить эти усилия с помощью статистических методов и в ходе технического анализа. Поэтому денежные потоки выступают для инвестора как случайные величины, характеристики которых в виде ожидаемых значений и среднеквадратического отклонения могут различаться. Среднеквадратическое отклонение ключевых параметров от ожидаемого значения характеризуют риск. Следовательно, инвестор не может оценить управленческий капитал в явном виде.

Стоит отметить, что в финансовой теории существуют показатели, позволяющие учесть затраты УК косвенным образом. Так, *экономическая добавленная стоимость (EVA) представляет собой прибыль предприятия от обычной своей деятельности за вычетом налогов, уменьшенную на величину платы за весь инвестированный в предприятие капитал.*

В теории финансов предполагается, что показатель EVA отражает усилия менеджеров по управлению организацией и должен рассматриваться как направляющий и стимулирующий параметр. Однако если смотреть на это как на *результат* использования управленческого капитала, то можно получить исходную базу для количественной оценки рентабельности управленческого капитала и основу для согласования интересов акционеров и управленцев.

Другой показатель, также используемый в финансовой теории, – это экономический капитал: *размер собственного капитала, позволяющий финансировать возможные убытки и защитить владельцев заемного капитала.* Величина экономического капитала устанавливает минимальные требования к размеру собственного капитала в показателе RAROC², определяя рентабельность собственного капитала. Экономический капитал совпадает с величиной капитала, необходимого предприятию для покрытия экономических рисков при определенном уровне рентабельности капитала.

¹ Структура мотивации топ-менеджеров // Проект «Дельфы». Консалтинговая компания. Официальный сайт. URL: http://www.delfy.biz/library/motiv/motiv_45.html (дата обращения 11.10.2015).

² RAROC (Risk-adjusted return on capital) – показатель рентабельности капитала, скорректированный на риск.

Основные объекты финансовой теории и управленческий капитал

Чтобы сформулировать проблему отражения управленческого капитала в финансовой теории, следует прежде представить основные объекты финансовой теории, характерные черты УК, механизм и его принципы в использовании УК с позиций этой теории.

Если в теории менеджмента капитал представлен как совокупность некоторых возможностей, то в финансовой теории существуют свои традиции: классически капитал компании рассматривался как *совокупность денежных фондов* (собственный капитал, заемный капитал, основной капитал, оборотный капитал) и как *некоторая ценность, приносящая доход его владельцу в форме финансового капитала*. При этом *прибыль обеспечивали классические факторы производства*: труд и физический капитал. Считалось, что финансовый капитал совпадает с бухгалтерским капиталом, что позволяло использовать бухгалтерскую отчетность для оценки стоимости компании, оценки стоимости акций и облигаций.

Однако в современных реалиях прибыль компаний во многом зависит не столько от классических факторов производства, сколько от талантов управленцев и того, что в менеджменте называют управленческий капитал. Следовательно, управленческий капитал обладает *такой же способностью генерировать денежные потоки, преумножая капитал, как финансовый капитал*. Сказанное позволяет заключить:

- управленческий капитал существует в двух формах: 1) как актив и фактор производства, 2) как источник роста капитала.
- Управленческий капитал воплощен в его владельце и не может быть от него отчужден.
- Способность управленческого капитала увеличивать капитал компании позволяет рассматривать его как источник капитала наряду с собственным капиталом, принадлежащим акционерам и переданным в компанию, и заемным капиталом, который принадлежит кредиторам и временно передается компании для пользования.
- Управленческий капитал наделяет компанию нематериальным активом – способностью увеличить прибыль сверх нормальной и уменьшить риск, в то время как собственный и заемный капитал являются источниками финансирования основного и оборотного капитала.

Отмеченные черты управленческого капитала являются обоснованием для включения УК в качестве объекта исследования в финансовой теории, а его носителей – в состав лиц, принимающих решение о распределении прибыли компании.

Механизм использования управленческого капитала

Использование управленческого капитала тесным образом связано с инвестиционным процессом. Так, в теории финансов механизм обращения инвестиций и инвестиционных рисков описывается следующим образом:

- владельцы собственного капитала выбирают сферу применения капитала, инвестиционную стратегию, определяющую структуру и размер основного капитала, точку безубыточности, вырабатывают операционную стратегию, включающую затраты на производство, продвижение на рынке. Эти решения определяют доходность инвестиций³ (ROA) и уровень делового риска, который в самом простом приближении рассматривается как *среднеквадратическое отклонение рентабельности активов* (r_{ROA}) [3];
- владельцы собственного капитала принимают решения о способе финансирования активов компании за счет собственных и заемных средств. Тем самым определяется уровень финансового рычага и финансовый риск, который приблизительно совпадает со среднеквадратическим отклонением *рентабельности собственного капитала* (σ_{ROE}). Финансовый риск практически является мультипликатором делового риска и инвестиционным риском с точки зрения владельца акций;

³ Это самая простая формула. За более корректными постановками можно обратиться к учебникам по финансовым корпорациям.

• поскольку для владельцев компании условия инвестирования во многом определяются соотношением «риск – доходность» (σ_{ROE}^*, ROE^*), то собственники капитала соизмеряют, насколько принятые решения удовлетворяют условиям инвестирования. Наиболее интересны и часто встречаются ситуации, когда $ROE > ROE^*$ и $\sigma_{ROE} > \sigma_{ROE}^*$. Это означает, что компания подвержена большему риску, чем ожидают акционеры, но существует возможность получить сверхнормативную доходность. Однако можно уменьшить риск в обмен на потерю сверхнормативной доходности, если использовать УК. Владелец управленческого капитала должен снизить финансовый риск компании σ_{ROE} до уровня σ_{ROE}^* .

Очевидно, что в описанном механизме в явном виде присутствует управленческий капитал. Эффективность описанного механизма будет выше, если субъект УК может получить прибыль от своей деятельности. Это важное условие того, что интересы инвесторов и менеджеров будут близки

Чтобы сформулировать основы механизма использования управленческого капитала в финансовой теории, следует рассмотреть отношение менеджера к риску и специфику риска, которым управляет менеджер.

Управленческий капитал и отношение менеджера к риску

Поскольку УК воплощен в навыках, способностях менеджера, необходимо кратко остановиться на отношении людей к риску.

Психологи обратили внимание на то, что люди по-разному реагируют на риск. Есть те, кому нравится рисковать, их называют рискофилами. Тех, кто считает безрассудством подвергать себя и своих домашних неоправданным опасностям, называют рискофобами. Описанное отношение к риску базируется на определенных физиологических качествах человека, т. е. *эти качества не приобретаемы*. Действительно, специалисты утверждают, что в основе восприятия риска человеком лежит страх, преодоление которого приводит к выработке в организме эндорфина – гормона радости. Для некоторых необходимость получения эндорфина путем преодоления риска становится жизненной необходимостью, и они пополняют ряды рискофилов. Но в основной массе люди воспринимают себя рискофобами и пытаются избегать опасностей⁴.

Компания в процессе эволюции нуждается в менеджерах с разным отношением к риску. *В теории управления рисками существует представление о том, как компания ведет себя по отношению к рискам*. Как правило, на начальной стадии становления компании само наличие риска и неопределенности на рынке является шансом для стремительного старта и роста. В этом случае от управленца требуется неординарность мышления, готовность к нестандартным решениям и чувство предвидения⁵.

На стадии же роста компании нужны не оригинальные идеи, а сильные и решительные шаги по поддержанию роста, что является залогом успеха. Руководитель компании на этой стадии – грамотный специалист, с обширными связями и опытом в развитии бизнес-систем. На этой стадии критические риски являются неприемлемыми, высокие риски – норма.

На последующих стадиях развития компания рассматривает риск как возможную угрозу, и руководство компании больше склонно предупреждать риски, чем с ними бороться или пытаться использовать их для своей пользы.

Следовательно, на каждой стадии развития компании требуется свой тип управленца, и неслучайно, что при смене стадии развития владельцы бизнеса увольняют сразу всю команду управленцев. Для нас важно, что *склонность к риску топ-менеджера формируется*

⁴ Следует упомянуть о влиянии возраста на склонность к риску. Молодые люди более склонны к рискованным решениям, чем пожилые. Склонность к риску может усилить и ситуация, в которой оказывается индивид. Человек, потерявший надежду найти работу, может совершать рискованные и опасные для него поступки.

⁵ История многих успешных российских и иностранных компаний начинается с ярких страниц, где лидеры формируют команды и в короткий срок завоевывают рынок.

исходя из его природной склонности и опыта, а значит, он уже ограничен в выборе будущего места работы.

Следует отметить, что неопределенность ключевых факторов, определяющих денежные потоки, вызвала необходимость расширения спектра рисков до кредитного, делового, инвестиционного. Это, в свою очередь, породило специализацию компетенций менеджмента в управлении рисками.

Таким образом, поведение топ-менеджера в компании зависит от особенностей его управленческого капитала и стадии развития компании.

Специфика риска, которым управляет топ-менеджер

Специфика риска, которым управляет менеджер, обусловлена двумя обстоятельствами. Первое связано с тем, что, говоря о стремлении акционеров снизить риск до приемлемого уровня, следует иметь в виду, что не всякий риск можно снизить за счет управленческого капитала, не затрагивая при этом интересы инвесторов. Речь идет о стратегическом риске, имеющем сложную структуру. Как правило, стратегические риски обусловлены стратегическими решениями и не поддаются оперативному регулированию. Так, если владельцы компании неправильно оценили рынок и инвестировали в мощности, оказавшиеся избыточными, то такая ошибка не может быть исправлена без больших потерь, которые могут стать критичными для бизнеса. Передача именно такого риска управленцу не приведет к желаемому результату. Для такого случая в теории финансов не удастся получить простую и эффективную модель, с помощью которой можно было бы исследовать риски в механизме использования УК.

Решение этой проблемы видится в понимании того, что есть риски, на которые можно влиять тактическими управленческими решениями топ-менеджера, и есть риски, которые следует при необходимости снизить стратегическими решениями владельцев бизнеса. В теории и практике для этого существуют определенные приемы.

Метод реальных опционов применяется в оценке инвестиционных проектов, лежащих в основе стратегических решений компании, в предположении, что проект можно разбить на определенные этапы, в которых его реализация может быть адаптирована к изменяющимся условиям. Метод помогает не только избежать крупных потерь, но и увеличить прибыль при улучшении рыночной конъюнктуры⁶. Здесь важна сама идея, что стратегические решения можно формировать таким образом, чтобы их можно было корректировать в процессе реализации проекта. Все это расширяет пространство маневра для менеджера при принятии решений и позволяет снижать стратегические риски.

Другой способ выявления управляемых стратегических рисков – возможность их идентификации и локализации с помощью карты рисков. Карта рисков позволяет распределить факторы рисков по вероятности их проявления и потенциальным потерям. В зависимости от того, в какой квадрант карты риска попадет тот или иной фактор риска, можно говорить о его важности для компании. Опираясь на карту риска, можно составить контракт, определить в нем факторы, которыми должен управлять менеджер, и зафиксировать позиции остальных факторов риска, чтобы менеджер не смог улучшить позицию по одним факторам риска, ухудшая позицию по другим.

Описанные способы помогают угрозы потерь превратить в возможность для менеджера как минимум «заработать» прибыль, используя свои управленческие компетенции.

Второе обстоятельство, определяющее специфику риска, которым управляет топ-менеджер, связано с тем, что в современной реальности владельцы компаний часто должны полагаться на профессионализм управленцев и отдавать в их руки даже стратегические решения. В такой ситуации акционеры становятся держателями финансовых инструментов, тогда как контроль над всеми важными решениями сосредотачивается в руках управления и Совета директоров компании.

⁶ Риск предполагает не только потери, но и возможность получить преимущество.

Отсюда следует, что *владелец бизнеса должны локализовать факторы риска и факторы возможностей, с тем чтобы управление именно этими факторами передать топ-менеджменту.*

Теперь можно сформулировать основы механизма использования управленческого капитала в финансовой теории.

- Риски, которым подвержены решения собственников компании, могут быть снижены лишь в условиях, на которые можно повлиять управленческими решениями.
- Топ-менеджер должен обладать необходимым опытом в управлении конкретными рисками, которым подвержена компания (деловыми, инвестиционными и т. п.).
- Контракт, определяющий правила взаимодействия топ-менеджеров и акционеров, должен быть эффективным: позволять получать результат в интересах собственников и управляющих.

Таким образом, реализация УК в управлении капиталом компании в интересах инвесторов с позиции риска и доходности эффективна тогда, *когда субъект управленческого капитала может получить прибыль от своей деятельности.*

Выводы

I. Основой для включения УК в состав категорий финансовой теории являются следующие утверждения.

1. Управленческий капитал следует рассматривать как актив, который может быть использован для увеличения стоимости компании, являясь важнейшим фактором производства.

2. Управленческий капитал в то же время нельзя рассматривать только как актив, поскольку он вовлекается в оборот капитала компании как ресурс и оплачивается из прибыли как элемент финансового капитала.

3. Владелец управленческого капитала эффективно управляет финансовым капиталом акционеров, учитывая интересы как последних, так и собственные, если является участником распределения прибыли компании.

В финансовой теории, в отличие от теории менеджмента, ключевая роль УК, создающего стоимость компании, еще не признана, поскольку управленческий капитал не вписывается в пространство категорий этой теории.

В финансовой теории существуют несколько ключевых положений при рассмотрении капитала как генератора денежных потоков, *мешающих включению управленческого капитала в категориальный аппарат финансовой теории:*

1) в теории финансов корпораций кругооборот капитала опосредует связь определенных денежных фондов, таких как основной и оборотный капитал, собственный и заемный капитал, фонд заработной платы и др.;

2) в теории финансов корпораций определяются принципы формирования структуры денежных фондов, распределение полученной прибыли между владельцами финансового капитала и их агентами;

3) в теории инвестирования определяются справедливые правила поведения инвесторов, принимающих свои решения, опираясь на анализ денежных потоков, генерируемых компаниями.

Очевидно, что связующим и общим элементом в этих положениях финансовой теории являются денежные фонды и денежные потоки, т. е. то, что имеет отношение к финансовому капиталу. Поэтому первое, что мешает включить управленческий капитал в категориальный аппарат финансовой теории, заключается в том, что управленческий капитал *не представлен в денежной форме.* Однако если источник для приобретения факторов производства и финансирования активов может иметь другую, отличную от денег форму, тогда эту проблему можно решить. В связи с этим отметим, что в практике бизнеса не так уж редки случаи, когда партнеры принимали в качестве доли в капитале определенные права или ноу-хау.

Второе, что мешает включить УК в рамки финансовой теории – *невозможность отчуждения управленческого капитала от его собственника, т. е. топ-менеджера.*

II. Содержание и значение управленческого капитала позволяет включить его в механизм использования УК в рамках финансовой теории. Для этого, опираясь на специфику риска,

на который может влиять топ-менеджер, в статье предложен механизм использования УК, вписанный в механизм обращения инвестиций и инвестиционных рисков на стадии уменьшения возможного или нежелательного риска в обмен на потерю сверхнормативной доходности при использовании УК.

Список литературы

1. Жданов Д. А. Агентские отношения: российское лицо (Россия – страна дилетантов?) // Экономическая политика. 2013. № 3. С. 61–84.
2. Николаева Ю. Р. Управление интеллектуальным капиталом в условиях инновационной экономики // Социально-экономические явления и процессы. 2015. № 10. С. 93–97.
3. Ковалев М. М. Современная финансовая теория и финансовое образование. Минск, 2003. 359 с.

Материал поступил в редколлегию 18.11.2016

A. A. Perfilyev, L. P. Bufetova

*Novosibirsk State University
1 Pirogov Str., Novosibirsk, 630090, Russian Federation*

aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com

THE PHENOMENON OF MANAGERIAL CAPITAL IN FINANCIAL THEORY

In this paper we propose to look at the «capital» category from the standpoint of the changes that have affected the evolution of the role of capital in production. It implies the emerging shift from an industrial to a financial economy, the decline of critical importance of level of capital intensity and the growing influence of the human factor on the efficiency of production and the development of innovative economy. The growing influence of human factor on the achievement of business goals, the cash flows and profitability of invested capital that is taking place in the second half of the twentieth century is caused by the fact that all these results largely depend on the professional and personal characteristics of a manager.

In management theory a great attention is paid to such influence and the role of managerial capital in risk reduction and in growth of return on capital are explored.

In our opinion, modern views about the role of the managerial capital in the company functioning create a basis for inclusion of the category of the managerial capital in the totality of the basic concepts of financial theory. Therefore, this article attempts to identify this basis, and to introduce and justify the possible approaches to the managerial capital within the financial theory.

Keywords: managerial capital, financial capital, mechanism for the use of managerial capital, human capital.

References

1. Zhdanov D. A. Agentskie otnosheniya: rossiyskoe litzo (Rossija – strana diletantov?). *Economicheskaja politika*, 2013, № 3, p. 61–84. (In Russ.)
2. Nikolaev Yu. R. Upravleniye intellektualnym kapitalom v usloviyah innovacionnoy ekonomiki. *Sozialno-ekonomicheskiye yavleniya i prozessy*, 2015, № 10, p. 93–97 (In Russ.)
3. Kovalev M. M. Sovremennaya finansovaya teoriya i finansovoe obrazovaniye. Minsk, 2003, 359 p. (In Russ.)

For citation:

Perfilyev A. A., Bufetova L. P. The Phenomenon of Managerial Capital in Financial Theory. *World of Economics and Management*, 2017, vol. 17, no. 1, p. 126–134. (In Russ.)