



САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРОВ

*Допущено Учебно–методическим отделом
высшего образования в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений, обучающихся
по экономическим направлениям и специальностям*

**Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru**

Москва ■ Юрайт ■ 2014

УДК 33
ББК 65.261я73
Л47

Рецензенты:

Тарасевич А. Л. — доктор экономических наук, профессор Санкт-Петербургского государственного экономического университета;

Амосова Н. А. — доктор экономических наук, профессор Ивановского государственного университета.

Леонтьев, В. Е.

Л47 Корпоративные финансы : учебник для бакалавров / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. — М. : Издательство Юрайт, 2014. — 349 с. — Серия : Бакалавр. Базовый курс.

ISBN 978-5-9916-2988-1

В учебнике рассматриваются теоретические и практические вопросы по всем разделам курса «Корпоративные финансы». В нем на основе опыта деятельности российских и зарубежных корпораций обобщаются базовые концепции корпоративных финансов, рассматриваются практические аспекты формирования и использования капитала, доходов, расходов, финансирования инвестиций, управления денежными потоками, финансового планирования, бюджетирования и контроля. Приводится перечень компетенций, а также контрольные задания и тесты, предназначенные для самостоятельной работы студентов.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

Для бакалавров, обучающихся по направлениям «Экономика» и «Менеджмент», студентов, аспирантов и преподавателей экономических специальностей, а также будет полезен широкому кругу практических работников государственных органов, организаций (корпораций).

УДК 33
ББК 65.261я73

ISBN 978-5-9916-2988-1

© Леонтьев В. Е., Бочаров В. В.,
Радковская Н. П., 2013
© ООО «Издательство Юрайт», 2014

Оглавление

Авторы	7
Введение.....	8
Глава 1. Экономическое содержание и назначение корпоративных финансов.....	12
1.1. Финансы как стоимостная категория	13
1.2. Основные теории корпоративных финансов	18
1.3. Финансовые инструменты	25
1.4. Финансовые ресурсы корпораций	29
1.5. Особенности финансов корпоративных групп.....	32
1.6. Корпоративная финансовая политика.....	38
1.7. Обязанности финансового менеджера (управляющего)....	41
<i>Контрольные вопросы</i>	43
<i>Контрольные задания</i>	44
Глава 2. Доходы, расходы и прибыль корпорации.....	45
2.1. Классификация и систематизация доходов.....	46
2.2. Планирование и прогнозирование выручки от реализации продукции.....	49
2.3. Содержание и классификация расходов и издержек.....	53
2.4. Зарубежная практика систематизации издержек корпораций.....	58
2.5. Управление издержками и маржинальным доходом с применением операционного леввериджа (рычага)	61
2.6. Методы планирования и прогнозирования прибыли	68
2.7. Использование чистой прибыли корпорации	73
<i>Контрольные вопросы</i>	77
<i>Контрольные задания</i>	77
Глава 3. Стоимость капитала корпорации и управление его структурой	79
3.1. Экономическая природа и классификация капитала.....	79
3.2. Основные принципы формирования капитала	83
3.3. Концепция стоимости капитала корпорации.....	85
3.4. Средневзвешенная и предельная стоимость капитала.....	88

3.5. Финансовая структура капитала	91
3.6. Модели оценки оптимальной структуры капитала.....	94
3.7. Роль экономической добавленной стоимости в управлении капиталом корпорации.....	98
<i>Контрольные вопросы</i>	100
<i>Контрольные задания</i>	100
Глава 4. Формирование капитала и политика привлечения средств.....	101
4.1. Состав заемного и привлеченного капитала корпорации и оценка стоимости привлечения	101
4.2. Формирование капитала путем эмиссии корпоративных облигаций.....	106
4.3. Эффект финансового левериджа (рычага)	110
4.4. Взаимодействие эффектов операционного и финансового рычагов	116
<i>Контрольные вопросы</i>	119
<i>Контрольные задания</i>	119
Глава 5. Финансирование долгосрочных инвестиций в основной капитал корпорации.....	120
5.1. Инвестиции как экономическая категория.....	121
5.2. Классификация инвестиций в капитал	124
5.3. Инвестиционная политика корпораций	132
5.4. Источники финансирования инвестиций (капитальных вложений)	135
5.5. Финансирование инвестиций (капитальных вложений) за счет собственных средств корпорации.....	139
5.6. Долгосрочное банковское кредитование реальных инвестиций корпораций	141
5.7. Лизинг как метод финансирования реальных инвестиций	146
5.8. Содержание проектного финансирования	151
5.9. Инновации и венчурное финансирование инвестиций	157
<i>Контрольные вопросы</i>	163
<i>Контрольные задания</i>	163
Глава 6. Финансирование инвестиций в оборотный капитал корпорации.....	166
6.1. Общая характеристика инвестиций в оборотный капитал.....	167
6.2. Управление оборотным капиталом в процессе операционного и финансового циклов	170

6.3. Управление текущими финансовыми потребностями	172
6.4. Управление запасами	178
6.5. Нормирование оборотных средств	183
6.6. Управление дебиторской задолженностью	188
6.7. Выбор стратегии финансирования оборотных активов корпораций	192
6.8. Выбор политики управления краткосрочными обязательствами	197
6.9. Составление бюджета оборотных активов	198
<i>Контрольные вопросы</i>	201
<i>Контрольные задания</i>	201

Глава 7. Управление денежными потоками в корпорации.....203

7.1. Основные понятия, характеризующие денежные потоки	204
7.2. Классификация денежных потоков	207
7.3. Ликвидный денежный поток	210
7.4. Методы измерения денежных потоков	213
7.5. Методы анализа денежных потоков	219
7.6. Методы оптимизации денежных потоков	222
7.7. Прогнозирование денежных потоков и формирование платежного баланса корпорации	225
<i>Контрольные вопросы</i>	233
<i>Контрольные задания</i>	233

Глава 8. Корпорации и финансовый рынок235

8.1. Назначение и функции финансового рынка в мобилизации и распределении капитала корпораций	235
8.2. Виды профессиональной деятельности на финансовом рынке	239
8.3. Фондовая биржа и ее структура	243
8.4. Роль корпораций на финансовом рынке	246
8.5. Курсовая стоимость корпоративных ценных бумаг и факторы, ее определяющие	248
8.6. Правовое регулирование фондового рынка	251
<i>Контрольные вопросы</i>	253
<i>Контрольные задания</i>	253

Глава 9. Управление портфелем корпоративных ценных бумаг254

9.1. Финансовые инвестиции корпораций	255
---	-----

9.2. Типы портфелей ценных бумаг	258
9.3. Концептуальные подходы к формированию фондового портфеля корпорации.....	261
9.4. Диверсификация как метод управления фондовым портфелем.....	270
9.5. Оценка доходности портфеля корпоративных ценных бумаг	272
9.6. Мониторинг фондового портфеля	277
9.7. Риски портфельных инвестиций и способы их минимизации	285
<i>Контрольные вопросы</i>	289
<i>Контрольные задания</i>	289
Глава 10. Дивидендная политика корпорации	291
10.1. Базовые теории дивидендов.....	291
10.2. Формирование дивидендной политики корпорации	294
10.3. Факторы, влияющие на выбор дивидендной политики	297
10.4. Формы выплаты дивидендов	299
10.5. Политика корпораций по выкупу собственных акций	301
<i>Контрольные вопросы</i>	304
<i>Контрольные задания</i>	304
Глава 11. Финансовое планирование и контроль в корпорациях	306
11.1. Содержание и задачи финансового планирования	306
11.2. Принципы финансового планирования.....	311
11.3. Методы финансового планирования	313
11.4. Процедуры финансового планирования.....	319
11.5. Виды и содержание финансовых планов.....	321
11.6. Систематизация и содержание финансовых планов (бюджетов)	328
11.7. Организация корпоративного финансового контроля	337
<i>Контрольные вопросы</i>	339
<i>Контрольные задания</i>	340
Тесты.....	342
Литература	348

Авторы

Леонтьев Владимир Евгеньевич — доктор экономических наук, почетный работник высшего образования России, профессор кафедры финансов факультета финансовых, кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета. Действительный член Российской академии естественных наук, свыше 40 лет занимается практической, научной и преподавательской работой по проблемам финансов, корпоративных финансов, финансового менеджмента, инвестиций, налогов и налогообложения. Автор более 200 научных, учебных и учебно-методических работ для студентов и аспирантов, работников органов государственного управления и предпринимательских структур;

Бочаров Владимир Владимирович — доктор экономических наук, заслуженный деятель науки РФ, профессор кафедры финансов факультета финансовых, кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета. Свыше 40 лет занимается практической, научной и преподавательской работой по проблемам финансов, корпоративных финансов, финансового менеджмента и инвестиций. Автор более 200 научных, учебных и учебно-методических работ для студентов и аспирантов, работников органов государственного управления и предпринимательских структур;

Радковская Надежда Петровна — доктор экономических наук, профессор кафедры банковского дела факультета финансовых, кредитных и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Введение

Экономические преобразования в современной России направлены на создание цивилизованных рыночных отношений и эффективной системы функционирования капитала, прежде всего — в реальном секторе национального хозяйства.

Одной из основных тенденций реформирования российских организаций (корпораций) стало развитие такой корпоративной формы собственности, как акционирование. Концентрация капитала в крупных корпоративных структурах (финансово-промышленных группах и холдингах) позволяет создать благоприятные условия для централизованного управления их финансовыми ресурсами, защиты прав участников (учредителей), четкого разграничения ответственности участников и менеджеров, использования современных методов привлечения капитала с финансового рынка с помощью выпуска и обращения корпоративных ценных бумаг. Реформирование отечественных организаций (корпораций) также необходимо для создания эффективного контроля за целевым использованием финансовых ресурсов (на основе внедрения системы бюджетирования доходов, расходов и капитала), повышения их инвестиционной привлекательности, преодоления и минимизации влияния рисков убыточности в деятельности многих из них.

Корпоративные структуры (объединения) — это институциональные образования, позволяющие строить партнерские отношения между организациями (корпорациями) и государством, регионами в лице органов исполнительной власти, малым, средним и крупным бизнесом с использованием финансовых методов мобилизации капитала. Не случайно в странах с развитой рыночной экономикой устойчивость экономического развития и конкуренции обеспечивается именно с помощью крупных вертикально или горизонтально интегрированных структур, которые включают множество средних и малых организаций. Создание корпоративных структур отвечает интересам как государства, так и частного

бизнеса. В учебнике рассматриваются особенности организации финансов корпоративных структур, а также входящих в их состав компаний различных форм собственности.

Изучению предпосылок и тенденций развития корпораций посвятили свои работы такие зарубежные ученые-экономисты, как Р. Брейли, Ю. Бригхем, Ван Хорн, Л. Гапенски, С. Майерс, Р. Мертон, Ф. Модильяни, М. Миллер, Р. Росс, У. Шарп и др. Их исследования, адаптированные к экономическим условиям России, представляют большой научный и практический интерес для отечественных экономистов, менеджеров, аспирантов и студентов вузов.

В предлагаемом издании последовательно освещаются базовые концепции корпоративных финансов, финансовая и инвестиционная политика корпораций, их взаимодействие с участниками финансового рынка, излагаются практические аспекты формирования и использования капитала, доходов (расходов) и прибыли, финансирования инвестиций, финансового планирования, бюджетирования и контроля. Большое внимание уделено и такой актуальной проблеме, как управление денежными (финансовыми) потоками.

В результате углубленного изучения курса бакалавры должны:

знать

- базовые понятия и принципы, используемые в управлении финансами корпораций;
- теоретические концепции корпоративных финансов;
- методы формирования и использования доходов, расходов и прибыли корпораций и корпоративных структур;
- технологию составления, анализа и прогнозирования финансовой отчетности корпораций;
- методический подход к управлению стоимостью и финансовой структурой корпоративного капитала;
- способы формирования собственного капитала корпорации и политику привлечения заемных средств;
- технологию финансирования долгосрочных инвестиций в основной капитал корпораций;
- методы финансирования инвестиций в оборотный капитал корпораций;
- методический подход к управлению и оптимизации денежных потоков корпораций;
- технологию управления портфелем финансовых активов корпораций;

- базовые теории дивидендной политики, формы и порядок выплаты дивидендов акционерам (участникам) корпорации;
- содержание и способы финансового планирования и бюджетирования в корпоративных структурах;
- виды, формы и методы организации финансового контроля в корпорациях;

уметь

- находить и оценивать теоретические и практические материалы, полученные из специальной экономической литературы, характеризующие базовые понятия и принципы, используемые в процессе управления корпоративными финансами;
- систематизировать и анализировать данные финансовой отчетности, отражающие финансовую устойчивость, доходность, деловую репутацию и рыночную активность корпораций с целью принятия управленческих финансовых решений;
- пользоваться методическим инструментарием, позволяющим анализировать и оценивать стоимость и финансовую структуру корпоративного капитала с позиции нахождения оптимального управленческого решения;
- выбирать и оценивать наиболее рациональные способы финансирования инвестиций в основной и оборотный капитал корпорации;
- оптимизировать денежные потоки по текущей, инвестиционной и финансовой деятельности корпорации с целью преодоления дефицита денежных средств в отдельные периоды;
- составлять долгосрочные, среднесрочные, текущие и оперативные финансовые планы по корпорации в целом и ее структурным подразделениям (филиалам);

владеть

- теоретическими приемами, используемыми в российской и зарубежной теории для формирования обоснованных финансовых управленческих решений;
- методами и способами сбора, обработки, анализа, планирования и контроля критериальных показателей финансовой отчетности корпораций;
- способами выбора наиболее доступных и надежных источников привлечения капитала и финансовых ресурсов для финансирования операционной, инвестиционной и финансовой деятельности корпораций;

- методическим и математическим аппаратом анализа, оценки, планирования и контроля стоимости, доходности и риска финансовых инструментов;

- концептуальными подходами, методами и приемами управления портфелями ценных бумаг корпорации;

- методиками разработки и контроля операционных, инвестиционных и финансовых бюджетов по корпорации в целом и ее подразделениям (филиалам);

- навыками применения программных продуктов, использования компьютерной техники и технологий для принятия финансовых управленческих решений.

Знания, приобретенные в результате изучения курса «Корпоративные финансы», позволят в процессе последующей самостоятельной работы студентов в органах государственного управления и контроля, организациях (корпорациях) и других структурах формировать квалифицированные и оптимальные управленческие финансовые решения.

Глава 1

ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ¹

После изучения материалов главы студент должен:

знать

- экономическую природу корпоративных финансов;
- базовые теории корпоративных финансов;
- теорию и практику использования финансовых инструментов;
- состав и структуру финансовых ресурсов корпораций;
- особенности финансов корпоративных структур (групп);
- основы корпоративной финансовой политики;
- права и обязанности финансового менеджера (управляющего);

уметь

- использовать базовые концепции корпоративных финансов в практической работе;
- применять различные виды и формы финансовых инструментов в построении корпоративной финансовой стратегии и тактики;
- грамотно формировать структуру финансовых ресурсов и корпоративную финансовую политику;

владеть

- финансовым инструментарием для принятия финансовых управленческих решений;
 - теоретическими и практическими знаниями для формирования корпоративной финансовой политики (стратегии и тактики);
 - информационной базой для организации финансовой работы в корпорациях всех организационно-правовых форм образования частной, государственной и смешанной форм собственности.
-

¹ Здесь и далее корпорации — это хозяйствующие субъекты всех организационно-правовых форм в частной, государственной и смешанной собственности.

1.1. Финансы как стоимостная категория

Такие экономические (стоимостные) категории, как деньги, финансы и кредит, цена, капитал, прибыль, представляют собой теоретическое выражение определенных общественных отношений между людьми в процессе производства, распределения, обмена и потребления материальных благ.

Финансы выступают объектом изучения финансовой науки, которая исследует закономерности развития общественных отношений, представленных данной стоимостной категорией. Объектом изучения финансовой науки являются государственные (публичные) финансы и финансы отдельных экономических субъектов (корпораций). С помощью публичных финансов исследуют процесс формирования и использования государственных доходов и расходов. *Объектом* изучения финансов корпораций выступает образование и использование их капитала, доходов и денежных фондов (потребления, накопления и резервных).

История становления и развития финансовых отношений свидетельствует о том, что им свойственны следующие признаки:

- денежный (стоимостной) характер;
- распределительный (перераспределительный) характер;
- фондовый характер денежных отношений, выражающих категорию «финансы»;
- финансовые отношения всегда связаны с формированием доходов, принимающих форму финансовых ресурсов;
- финансовые отношения, будучи объективными, тем не менее регулируются государством посредством:
 - налогов и налоговых льгот;
 - финансовых санкций за несоблюдение налогового законодательства;
 - процентов по государственным ценным бумагам;
 - учетной ставки Банка России;
 - тарифов взносов в государственные внебюджетные фонды и др.

Денежные отношения, выражаемые финансами, сводятся государством в единую систему формирования и использования фондов финансовых ресурсов.

Выделение существенных признаков финансов позволяет дать им следующее определение: *финансы выражают*

систему экономических денежных отношений, регулируемых государством для формирования и использования фондов финансовых ресурсов, удовлетворяющих различные общественные потребности.

Данное определение является наиболее общим, характеризующим финансы как стоимостную категорию. Наряду с государственными финансами важным звеном финансовой системы России являются финансы корпораций. Финансы корпораций выражают систему денежных отношений, возникающих в процессе хозяйственной деятельности и необходимых для формирования и использования капитала, доходов и денежных фондов.

Капитал (пассивы баланса) служит источником образования активов (имущества). *Доходы* — это выручка (нетто) от продажи товаров (работ, услуг) и прочие поступления. *Денежный фонд* — обособившаяся часть денежных средств хозяйствующего субъекта, получившая целевое назначение и относительно самостоятельное функционирование.

Денежные фонды составляют только часть денежных средств, находящихся в обороте предприятия.

Денежные средства представляют собой деньги (в наличной и безналичной формах), находящиеся в полном распоряжении коммерческой организации и используемые ею без всяких ограничений.

Денежные потоки — это целенаправленное движение денежных средств в текущей, инвестиционной и финансовой деятельности предприятия (корпорации). У любого предприятия возникают разнообразные денежные отношения:

- с контрагентами (поставщиками, подрядчиками, покупателями продукции и т.д.);
- негосударственными финансовыми посредниками на рынке капитала и денежном рынке (банками, инвесторами, страховщиками и др.);
- внутри коммерческой организации (с персоналом);
- с бюджетной системой и государственными внебюджетными фондами и пр.

Перечисленные виды денежных отношений правомерно рассматривать как финансовые отношения, составляющие экономическую сущность финансов корпораций.

Финансы (часть производственных отношений) корпораций относят к экономическому базису общества, а государственные финансы — к его надстройке.

В отличие от финансов *кредит* — форма движения ссудного капитала. Он предоставляется банками заемщикам на платной и возвратной основе. Ссудный капитал образуется из различных источников: за счет временно высвобождающихся из оборота средств хозяйствующих субъектов, населения, банков и бюджета. Формирование ссудного капитала из указанных источников свидетельствует о тесной связи финансов и кредита, поскольку они являются денежными отношениями. Однако существуют различные способы предоставления финансовых и кредитных ресурсов экономическим субъектам.

Экономическая сущность финансов проявляется в их функциях. Следует помнить, что функция должна быть специфичной, свойственной только данной стоимостной категории. Поэтому в условиях рыночного хозяйства правомерно признать у корпоративных финансов наличие трех функций:

- 1) формирование капитала, доходов и денежных фондов;
- 2) использование капитала, доходов и денежных фондов;
- 3) контрольная функция.

Первая функция служит необходимым условием обеспечения непрерывности процесса воспроизводства. За счет первичного распределения доходов корпораций образуются специальные денежные фонды, которые находят отражение в их финансовых планах. Следовательно, с помощью первой функции финансов осуществляют следующие операции:

- образование уставного и резервного капитала корпораций;
- привлечение источников финансирования с фондового рынка на цели развития;
- мобилизацию кредитов с рынка ссудного капитала;
- аккумуляцию средств денежных фондов, образуемых в составе выручки от реализации продукции (работ, услуг);
- формирование нераспределенной прибыли;
- привлечение специальных целевых средств;
- учет и анализ формирования капитала, доходов и денежных фондов.

В результате достигают сбалансированности между движением материальных и денежных ресурсов и формируют финансовые ресурсы, необходимые для обеспечения непрерывности производственного процесса в корпорации и выполнения всех ее обязательств перед партнерами и государством.

Вторая функция (использование капитала, доходов и денежных фондов) обуславливает следующие экономические процессы:

- оптимизацию вложения капитала (собственного и заемного) во внеоборотные и оборотные активы;
- обеспечение налоговых платежей в бюджетный фонд государства;
- вложение денежных средств в наиболее ликвидные активы;
- использование доходов на цели потребления, развития и создания резервов;
- учет и анализ использования капитала, доходов и денежных фондов.

В результате происходит максимизация стоимости капитала корпорации.

В третьей — контрольной — функции финансы используются для контроля за соблюдением стоимостных и материально-вещественных пропорций при формировании и распределении доходов корпораций и государства. Данная функция базируется на движении финансовых ресурсов, например при уплате налогов и сборов в бюджетную систему. Она предоставляет возможность государству воздействовать на конечные финансовые результаты деятельности корпораций. Инструментом реализации контрольной функции финансов выступает *финансовая информация*, содержащаяся в бухгалтерской отчетности. Эта информация служит исходной базой для расчета аналитических финансовых коэффициентов, характеризующих финансовую устойчивость, доходность, деловую и рыночную активность корпораций.

Финансовые показатели позволяют оценить результаты деятельности и наметить меры, направленные на устранение выявленных негативных моментов. Поскольку сигналы, посылаемые контрольной функцией финансов, получают свое выражение через количественные финансовые показатели (выручку от продажи товаров, инвестиции, активы, собственный капитал, прибыль и др.), то остро стоит вопрос о достоверности финансовой информации. Только при условии достоверности можно принимать обоснованные управленческие решения. Контрольная функция, объективно присущая финансам, может быть реализована на практике с большей или меньшей полнотой. Степень и полнота реализации контрольной функции финансов во многом опре-

деляются состоянием финансовой дисциплины в экономике страны.

Финансовая дисциплина — это обязательный для всех корпораций и должностных лиц порядок ведения финансового хозяйства (включая учет и отчетность), соблюдение установленных правил выполнения финансовых обязательств.

Финансовый контроль в России осуществляют:

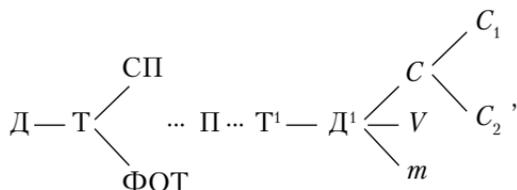
- финансовый менеджмент и бухгалтерская служба корпораций — при оплате счетов поставщиков за материальные ценности и услуги, регулировании издержек производства и обращения, отгрузки продукции, взыскании дебиторской задолженности и т.д.;

- банки — в ходе кредитования своих клиентов, наблюдения за кассовой дисциплиной;

- налоговые органы — при уплате юридическими и физическими лицами налогов и сборов в бюджетную систему и др.

Контрольная функция обусловлена наличием у финансов других функций, с которыми она тесно взаимосвязана:

1) обслуживание индивидуального кругооборота фондов, т.е. смена форм стоимости:



где Д — первоначально авансированные денежные средства; Т — товарная форма стоимости; СП — средства производства (орудия и предметы труда); ФОТ — фонд оплаты труда работников предприятия; П — производительная форма стоимости (процесс производства товаров); Т¹ — товарная форма стоимости, полученная в результате процесса производства (товары на складе и в отгрузке); Д¹ — денежная форма стоимости в виде выручки от продажи товаров, включая прибыль; С — фонд возмещения; С₁ — фонд возмещения материальных затрат; С₂ — амортизационные отчисления по основным средствам и нематериальным активам; V — фонд оплаты труда, включая взносы в государственные внебюджетные фонды; m — чистый доход в форме прибыли.

В процессе индивидуального кругооборота денежная форма стоимости превращается в товарную и после завер-

шения процесса производства (П) и реализации готового продукта товарная форма стоимости (T^1) вновь выступает в первоначальной денежной форме (D^1);

2) распределение выручки (нетто) от реализации товаров (работ, услуг) в фонд возмещения материальных затрат, включая амортизационные отчисления (C), фонд оплаты труда (V) и чистый доход, выступающий в форме прибыли (T);

3) перераспределение чистого дохода на платежи в бюджет (налог на прибыль и иные налоги, относимые на финансовый результат) и прибыль, оставляемую в распоряжении корпорации на его нужды (чистая прибыль);

4) использование чистой прибыли на цели потребления, накопления, образования резервов и на другие расходы, предусмотренные в финансовом плане;

5) контроль за соблюдением соответствия между движением материальных и денежных ресурсов в процессе индивидуального кругооборота фондов, т.е. за состоянием платежеспособности, ликвидности и финансовой независимости предприятия от внешних источников финансирования.

1.2. Основные теории корпоративных финансов

Корпоративные финансы базируются на ряде фундаментальных концепций, разработанных западными учеными-экономистами в рамках современной теории рынка и применяемых для описания и анализа событий, происходящих на финансовом рынке. Назовем следующие основные концепции:

- временной ценности денежных средств;
- дисконтированного денежного потока (*Discounted Cash Flow, DCF*);
- структуры капитала;
- влияния дивидендной политики на курс акций;
- портфеля и оценки доходности финансовых активов (*Capital Asset Pricing Model, CAPM*);
- ценообразования опционов;
- эффективности рынка и компромисса между риском и доходностью финансовых активов (*Assistant Market Hypothesis, EMH*);
- агентских отношений и др.

Концепция временной стоимости (ценности) денежных средств основывается на том положении, что денежная единица сегодня имеет большую ценность, чем завтра. Это связано с тем, что любая денежная единица может быть инвестирована в материальные и финансовые активы для получения дохода.

Концепция анализа дисконтированных денежных потоков имеет прикладное значение, так как почти все финансовые решения связаны с оценкой инвестиционных потоков. Концепция *DCF* базируется на теории временной стоимости (ценности) денег. Разработчики теории *DCF* Д. Б. Уильямс и М. Д. Гордон полагали, что при анализе дисконтированного денежного потока необходимо использовать ставку дисконта, учитывающую альтернативные затраты капитала. Альтернативные издержки — это разница между результатами реально осуществленного и возможного (желаемого) инвестирования с учетом постоянных издержек и издержек исполнения финансовых операций.

Анализ денежных потоков (*DCF*) включает следующие этапы:

1) расчет прогнозируемых денежных потоков (*Future Value, FV*);

2) оценка степени их риска;

3) включение уровня риска финансовых активов в финансовый анализ;

4) определение приведенной (текущей) стоимости денежного потока (*Present Value, PV*);

5) определение чистой приведенной стоимости финансового актива (*Net Present Value, NPV*).

Алгоритмы для вычисления *FV*, *PV* и *NPV* следующие:

$$FV = PV \times (1 + r)^n; PV = \frac{FV}{(1 + r)^n}; NPV = -IC_0 + PV,$$

где *FV* — прогнозируемая величина денежных поступлений от инвестиций в финансовый актив (например, в обыкновенную акцию); *PV* — настоящая (текущая, приведенная) стоимость денежных поступлений в финансовый актив; *r* — ставка процента или требуемая инвестору норма доходности (ставка дисконтирования), доли единицы; *n* — число лет, за которое осуществляют вычисление денежных поступлений (расчетный период); *NPV* — чистая приведенная стоимость финансового актива; *IC₀* — первоначальные инвестиции в финансовый актив, показывают со знаком минус (–).

Ставка дисконтирования (r) всегда меньше единицы, так как в ином случае деньги сегодня стоили бы меньше, чем они стоили бы завтра. Ставка дисконтирования выражает процентную ставку, используемую для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к настоящей (текущей) стоимости.

Дисконтирование же представляет собой процесс пересчета будущих поступлений (доходов) в настоящую стоимость по выбранной процентной ставке.

В России по указанным выше формулам определяют будущую и настоящую величину денежных потоков по реальным инвестиционным проектам, намечаемым к реализации и финансовым активам корпораций.

Концепция структуры капитала позволяет ответить на вопросы, каким образом корпорации должны образовывать необходимый капитал; следует ли прибегать к заемным средствам или достаточно ограничиться собственным капиталом.

Авторы данной теории — Ф. Модильяни и М. Миллер — исходили из условий использования идеального рынка капитала (с нулевым налогообложением), при наличии которого стоимость корпорации зависит не от структуры капитала, а исключительно от принятых им решений по инвестиционным проектам. Данные решения определяют будущие денежные потоки и уровень их риска. Указанные ученые внесли позитивный вклад в понимание возможного влияния долгового финансирования на структуру капитала.

Основная идея концепции состоит в том, что если деятельность корпорации более выгодно финансировать за счет заемного капитала (вместо собственных источников средств), то держатели акций корпорации со смешанной структурой капитала вправе продать часть ее акций и приобрести акции какого-либо эмитента, не пользующегося заемным капиталом. Дефицит средств у корпорации восполняют за счет заемного капитала. Одновременные операции с ценными бумагами корпораций с относительно высоким и относительно низким удельным весом заемного капитала позволяют выравнивать цены на финансовые активы. Таким образом, исходя из данной теории, стоимость акций корпорации не связана с соотношением между заемным и собственным капиталом.

Впоследствии Ф. Модильяни и М. Миллер несколько изменили первоначальные подходы, т.е. признали влияние

налогообложения на структуру капитала. Соответственно, они признали, что экономия за счет налоговых выплат обеспечивает повышение стоимости корпорации по мере увеличения доли займов в ее капитале. Однако начиная с определенного момента (при достижении оптимальной структуры капитала) при росте доли заемных средств стоимость корпорации начинает снижаться, так как налоговая экономия перекрывается ростом издержек по обслуживанию возможного долга (процентных платежей кредиторам). Модифицированная теория, называемая концепцией компромисса между экономией от снижения налоговых платежей и финансовыми издержками по заемным средствам, позволяет лучше понять факторы, определяющие оптимальную структуру капитала.

Концепцию влияния дивидендных выплат на курсы акций корпораций также предложили Ф. Модильяни и М. Миллер. Наряду с предпосылкой о наличии идеального рынка капитала они предлагали следующие ограничения:

1) политика выплат дивидендов не влияет на инвестиционный бюджет корпорации;

2) поведение всех инвесторов является рациональным.

Приняв данные условия, они пришли к выводу, что политика выплаты дивидендов и структура капитала не влияют на стоимость капитала корпорации. Таким образом, каждая денежная единица, направленная сегодня на выплату дивидендов, уменьшает величину нераспределенной прибыли, предназначенной для инвестирования в новые активы. Данное уменьшение может быть компенсировано за счет дополнительной эмиссии акций. Новым владельцам акций необходимо будет выплачивать дивиденды, и эти выплаты снизят приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних собственников на величину, равную сумме дивидендов, полученных ими в текущем году. Следовательно, дивидендная политика не окажет никакого влияния на цену акций корпорации.

Теория портфеля и модель оценки доходности финансовых активов (САРМ) разработана Г. Марковицем, У. Шарпом, Д. Линтнером и приводит специалистов к следующим выводам:

- структура фондового портфеля влияет на степень риска собственных ценных бумаг корпорации;
- для минимизации риска инвесторам целесообразно объединить рискованные финансовые активы в портфель;