

Т. В. Теплова

# КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

УЧЕБНИК ДЛЯ БАКАЛАВРОВ

*Допущено Министерством образования и науки РФ в качестве учебника  
для студентов высших учебных заведений, обучающихся  
по экономическим направлениям и специальностям*

Москва • Юрайт • 2014

УДК 33  
ББК 65.261я73  
Т34

**Автор:**

**Теплова Тамара Викторовна** — доктор экономических наук, профессор, руководитель магистерской программы «Финансовые рынки» Научно-исследовательского университета «Высшая школа экономики», профессор факультета экономики, финансовый консультант и независимый финансовый аналитик.

**Рецензенты:**

*Морыженков В. А.* — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой управления финансовыми рисками Государственного университета управления, научный руководитель программы Executive MBA IWB;

*Лисицына Е. В.* — доктор экономических наук, профессор, директор департамента программ MBA МИРБИС, главный редактор журнала «Финансовый менеджмент».

**Теплова, Т. В.**

Т34      Корпоративные финансы : учебник для бакалавров / Т. В. Теплова. — М. : Издательство Юрайт, 2014. — 655 с. — Серия : Бакалавр. Углубленный курс.

ISBN 978-5-9916-3140-2

Понимание логики принятия финансовых решений в публичных коммерческих компаниях необходимо не только начинающим менеджерам финансового департамента, но и инвесторам, покупающим акции и облигации этой компании, кредиторам (банку), ссужающему компании деньги, инвестиционному банку, обеспечивающему стыковку интересов нынешних и будущих собственников. Работники нефинансовых департаментов компании также живо интересуются ее финансовым здоровьем и оценивают, сможет ли компания и дальше предоставлять рабочие места и вовремя платить заработную плату. Контрагенты (поставщики и потребители) внимательно изучают возможности компании платить по товарным кредитам и давать отсрочки платежей. Таким образом, круг заинтересованных групп (стейкхолдеров), которые, с одной стороны, предоставляют компании разнообразные ресурсы, включая денежные, а с другой, ожидают определенных выгод (денежных) от работы с компанией, широк. Качество финансового управления они определяют по своевременности платежей по обязательствам, по устойчивости позиции на рынке как заемщика и инвестора, по умению выстраивать финансовые взаимоотношения с владельцами и другими заинтересованными группами.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования третьего поколения.

Учебник «Корпоративные финансы» дает представление о принципах и логике построения финансовой политики компании, разработке финансовой стратегии. Разработка гибкой финансовой политики и стратегии, учитывающих реалии современного мира, требует изучения наработок финансовой экономики в двух важных направлениях: аналитики (с пониманием тех новаций, которые появились в последнее время), которая позволяет правильно оценивать происходящие в компании изменения, и прогнозирования, показывающего, как может измениться положение компании на рынке с учетом подвижек во внешней среде и интересов ключевых стейкхолдеров.

*Для студентов высших учебных заведений.*

УДК 33  
ББК 65.261я73

ISBN 978-5-9916-3140-2

© Теплова Т. В., 2013  
© ООО «Издательство Юрайт», 2014

## Оглавление

<b>Введение</b> .....	<b>6</b>
<b>Глава 1. Внешнее окружение, информационная база анализа и обоснования решений, финансовый капитал корпорации</b> .....	<b>11</b>
1.1. Корпоративные финансы в системе финансов экономики .....	11
1.2. Современные теории корпоративных финансов .....	14
1.3. Стейкхолдеры компании и ресурсы, которые они предоставляют .....	30
1.4. Агентские конфликты в корпоративных финансах .....	33
1.5. Информационная база анализа и обоснования решений .....	37
1.6. Операции с потоками денежных средств и концепция NPV .....	44
1.7. Пересчет ставок доходности одной валюты в другую .....	54
<i>Контрольные вопросы</i> .....	57
<i>Тесты</i> .....	57
<i>Задачи</i> .....	59
<i>Основные термины</i> .....	60
<b>Глава 2. Финансовая аналитика в корпорации</b> .....	<b>63</b>
2.1. Финансовое здоровье компании и рыночная успешность .....	64
2.2. Терминология бухгалтерской (учетной) модели анализа финансовых проблем компании .....	73
2.3. Первичные аналитические показатели .....	80
2.4. Аналитические показатели прибыли .....	88
2.5. Аналитика контура интересов кредитора .....	99
2.6. Инвестиционная аналитика: контур интересов владельца собственного капитала ....	116
2.7. Концепция управления стоимостью компании .....	139
<i>Контрольные вопросы</i> .....	142
<i>Тесты</i> .....	143
<i>Задачи</i> .....	147
<i>Основные термины</i> .....	156
<b>Глава 3. Финансовое моделирование</b> .....	<b>162</b>
3.1. Ключевые показатели для моделирования денежного потока и работа с отчетными данными .....	162
3.2. Прогнозные построения ключевых параметров финансовой модели компании ....	174
3.3. Концепция устойчивого роста бизнеса .....	183
3.4. Управление чистым оборотным капиталом .....	188
3.5. Пример построения финансовых моделей и расчета стоимости с учетом отраслевой специфики .....	190
<i>Контрольные вопросы</i> .....	205
<i>Тесты</i> .....	205
<i>Задачи</i> .....	207
<i>Основные термины</i> .....	209
<b>Глава 4. Заемные источники финансирования и оценка долга</b> .....	<b>210</b>
4.1. Заемные источники финансирования .....	210
4.2. Рыночная оценка долга .....	220

<i>Контрольные вопросы</i> .....	226
<i>Тесты</i> .....	226
<i>Задачи</i> .....	228
<i>Основные термины</i> .....	230
<b>Глава 5. Справедливая оценка акционерного капитала</b> .....	<b>231</b>
5.1. Простейшие модели оценки акций и собственного капитала корпорации .....	231
5.2. Модель остаточного денежного потока (FCFE) .....	245
5.3. Справедливая стоимость собственного капитала как функция экономической прибыли .....	246
5.4. Стоимость бизнеса по частям .....	248
5.5. Премия за контроль и рынок корпоративного контроля .....	253
<i>Контрольные вопросы</i> .....	254
<i>Тесты</i> .....	255
<i>Задачи</i> .....	256
<i>Основные термины</i> .....	258
<b>Глава 6. Требуемая доходность по капиталу инвесторов и стоимость капитала для компании</b> .....	<b>260</b>
6.1. Определение и измерение риска: от оценки общего риска к мерам систематического риска .....	260
6.2. Концепция «риск — доходность» .....	268
6.3. Стоимость капитала компании и требуемая доходность по заемному капиталу .....	276
6.4. Моделирование требований акционера .....	289
6.5. Концепция WACC .....	318
<i>Контрольные вопросы</i> .....	328
<i>Тесты</i> .....	329
<i>Задачи</i> .....	334
<i>Основные термины</i> .....	350
<b>Глава 7. Управление структурой капитала корпорации</b> .....	<b>354</b>
7.1. Финансовые решения и структура капитала .....	354
7.2. Структура капитала и справедливая стоимость компании: теория структуры капитала .....	366
7.3. Долговая нагрузка и оценка вероятности финансовых затруднений .....	379
7.4. Модели и механизмы управления структурой капитала .....	380
<i>Контрольные вопросы</i> .....	401
<i>Тесты</i> .....	402
<i>Задачи</i> .....	404
<i>Основные термины</i> .....	410
<b>Глава 8. Инвестиционные решения. Оценка эффективности инвестиционных проектов компании</b> .....	<b>413</b>
8.1. Инвестиционная деятельность, инвестиционная стратегия и инвестиционные проекты .....	413
8.2. Финансовая модель инвестиционного проекта и критерии оценки эффективности .....	424
8.3. Риск в анализе инвестиционных проектов компании .....	455
8.4. Обоснование выгод различных схем финансирования проектов реального инвестирования .....	479
<i>Контрольные вопросы</i> .....	491
<i>Тесты</i> .....	492
<i>Задачи</i> .....	496
<i>Основные термины</i> .....	500
<b>Глава 9. Взаимоотношения компании с собственниками: дивидендная политика</b> .....	<b>502</b>
9.1. Многообразие дивидендных политик компаний .....	502

---

9.2. Дивидендная политика и справедливая стоимость компании .....	511
9.3. Поведение цены акции вокруг даты регистрации акционеров (экс-дивидендной даты) .....	523
9.4. Тенденции во взаимоотношениях компаний с собственниками .....	527
<i>Контрольные вопросы</i> .....	537
<i>Тесты</i> .....	538
<i>Задачи</i> .....	540
<i>Основные термины</i> .....	542
<b>Глава 10. Отношения с ключевыми стейкхолдерами и справедливая рыночная стоимость компании .....</b>	<b>544</b>
10.1. Взаимоотношения с инвесторами (работа с поставщиками капитала) .....	544
10.2. Взаимоотношения с обществом (PR), социальный капитал и устойчивое развитие бизнеса .....	566
10.3. Механизмы взаимоотношений с персоналом (финансы и HR-подразделение) .....	571
<i>Контрольные вопросы</i> .....	584
<i>Тесты</i> .....	584
<i>Задачи</i> .....	585
<i>Основные термины</i> .....	586
<b>Ответы и комментарии к тестам .....</b>	<b>588</b>
<b>Решение задач .....</b>	<b>591</b>
<b>Контрольная работа .....</b>	<b>644</b>
<b>Решение контрольной работы .....</b>	<b>645</b>
<b>Приложения .....</b>	<b>647</b>
<b>Список литературы .....</b>	<b>655</b>

## Введение

Практически любое управленческое решение в компании порождает движение денежных средств и, соответственно, денежные отношения. Выбор конкурентной стратегии на рынке, направлений деятельности (формирование ассортимента выпускаемой продукции и услуг, географического положения и т.п.), форм взаимоотношений с контрагентами, персоналом и менеджментом определяют финансовую структуру компании (центры ее финансовой ответственности), финансовую стратегию и инвестиционную политику. Это находит отражение в ключевых финансовых показателях деятельности и денежных выгодах заинтересованных групп. Вместе с тем решения, касающиеся собственно финансовой сферы деятельности бизнеса (денежные оттоки по покупке отдельных активов или бизнесов, привлечение собственного или заемного капитала, выбор формы привлечения), оказывают значимое влияние на выбор направления развития компании, ее устойчивость на рынке и возможности роста. Отсутствие надлежащего контроля над движением денег, непродуманность краткосрочных (тактических) и долгосрочных решений дезорганизуют управленческую систему и могут привести к потере конкурентных позиций на рынке. Поэтому *финансовый менеджмент* как система принципов, правил и техник управления финансовыми ресурсами анализируемого субъекта рыночных отношений является одной из самых динамично развивающихся областей экономической науки. Финансовый менеджмент сочетает как базовые теоретические положения финансовой экономики (принципы портфельного инвестирования, оценка финансовых и реальных активов, принципы принятия решений в условиях неопределенности), так и практические наработки и рекомендации в области управления, финансового инжиниринга, учета, анализа и контроля над денежными потоками.

Подготовка студентов на уровне международных стандартов в области финансовой экономики включает в себя изучение курса «Корпоративные финансы» как базовой понятийной дисциплины в области анализа и управления денежными потоками и капиталом на уровне фирмы (в данном случае рассматривается специфическая форма организации фирмы — корпорация), так и «продвинутых» дисциплин в виде курса «Финансовый менеджмент» и его «ветвей» (подразделов): «Финансовый менеджмент в банковской сфере и в инвестиционных компаниях», «Финансовый менеджмент предпринимательства» и т.п. Главная задача курса — показать специфичность современной финансовой аналитики, дистанцирующейся от анализа финансовой отчетности, объяснить понятийный аппарат современных моделей управления финансовыми потоками коммерческой организации на примере корпорации, дать представление об используемых методах и алгоритмах анализа финансовых проблем корпораций и принятия инвестиционно-финансовых решений на уровне фирмы, как на развитых рынках капитала, так и на развивающихся.

*Корпоративные финансы* — это учебная дисциплина, которая входит в базовую (общепрофессиональную) часть цикла Федерального государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования (ФГОС

ВПО) для бакалавров. Учебный курс «Корпоративные финансы» изучает финансовые инструменты и логику, алгоритмы принятия и обеспечения реализации инвестиционно-финансовых решений, которые затрагивают обеспечение функционирования и разработку стратегии дальнейшего присутствия на рынке в организациях определенной организационно-правовой формы (корпорациях). Функционирование компании (организации) как корпорации, с одной стороны, порождает специфические вопросы (проблемы), которые являются предметом изучения в области академических исследований «Финансовая экономика» (Financial Economics), а с другой стороны, позволяет выявить определенные закономерности и зависимости, понимание которых может быть полезно и для управления компаниями других организационно-правовых форм.

Для уяснения важности изучения курса «Корпоративные финансы» следует сначала разобраться, что представляет собой корпорация и какие преимущества для выстраивания аналитического инструментария дает эта организационно-правовая форма.

Корпорация в XX в. стала типичной формой организации бизнеса в условиях индустриального развития стран и формирования рыночных отношений, как на товарных, так и на финансовых национальных рынках и рынке труда. Необходимость объединения денежных средств множества владельцев была определена большими потребностями в инвестициях формирующихся в начале века индустриальных компаний (машиностроительных, металлургических, химических концернах). Семейный бизнес явно проигрывал в темпах роста и обновлении материального капитала такой форме организации бизнеса, как корпорация. Под термином «корпорация» стали подразумевать публичные коммерческие компании рынка, которые активно привлекали капитал рыночных инвесторов. Это позволяло им динамично развиваться и обеспечивало конкурентное положение на большинстве рынков (исключая специфические области деятельности, которые не требовали массового производства, например производство эксклюзивной мебели или музыкальных инструментов, вин). К середине XX в. несколько отличий стали характеризовать изучаемые в рамках курса корпорации (открытые (часто подразумевается — публичные) акционерные общества). Так как на развивающихся рынках капитала имеются определенные отличия корпорации от общепринятого понимания, то аналитики выделяют определенные области анализа, по которым можно выявлять специфику управления денежными потоками. Эти отличия связаны со структурой владения акциями, степенью концентрации собственности, организацией корпоративного контроля, защитой прав собственности и наличием барьеров на вход (выход) из состава собственников.

Для традиционно рассматриваемой корпорации характерны:

- коммерческая направленность деятельности организации, нацеленная на максимизацию прибыли или иных денежных выгод в краткосрочном периоде и на рост рыночной оценки капитала при долгосрочном рассмотрении;
- распыленность структуры собственности (множество владельцев собственного капитала, что количественно выражается в виде низкой концентрации структуры собственного капитала);
- разделение функций управления и владения (топ-менеджмент корпорации представлен наемными работниками, как правило, не являющимися владельцами собственного капитала);

- функционирование в рыночной среде, а значит, участие в конкурентной борьбе, как на товарном рынке, так и на рынках труда и капитала; использование разнообразных инструментов привлечения капитала и расчетов с собственниками и кредиторами;

- логично выстроенная финансовая и организационная структура компании<sup>1</sup> и открытость финансовой отчетности и иной информации, позволяющей сделать вывод о конкурентной позиции на рынке для внешнего пользователя;

- наличие рыночных котировок акций (долей собственного капитала), что дает возможность отследить реакцию инвесторов на принимаемые наемным менеджментом решения.

Основной акцент в представленном учебнике сделан на разграничении двух аналитических моделей анализа компании — учетной (бухгалтерской) и стоимостной (инвестиционной, «истинно финансовой»). Собственники-предприниматели, рыночные инвесторы и менеджеры большинства компаний, работающих в рыночной среде, осознали к середине XX в., что сам по себе рост активов или объемов деятельности не является самоцелью, так же как и более высокая рыночная маржа прибыли или высокая оборачиваемость активов. Гораздо важнее сбалансированность темпов роста, включая рост рыночной стоимости бизнеса, согласованность интересов и получаемых выгод по группам заинтересованных лиц (стейкхолдеров — собственников, менеджеров и персонала). Достижение этих целей требует перехода к «новой» финансовой аналитике, на базе которой выстраиваются инструменты и механизмы управления. В основу «новой» финансовой аналитики заложена идея о том, что при оценке эффективности функционирования компании (performance measurement) следует учитывать различные аспекты бизнеса — например, финансы, удовлетворенность клиентов или качество процессов (в их совокупности).

*Аналитическая модель компании* — бизнес-модель реализации конкурентных преимуществ, в которой в компактной форме находят отражение миссия и выбранная стратегия развития (интересы ключевых участников), способ соединения разноплановых ресурсов. Аналитическая модель позволяет обрисовать используемые компанией ресурсы и способы взаимодействия ресурсов между собой для достижения поставленных перед компанией (бизнесом) целей.

*Аналитическая финансовая модель компании* — фиксация выбранной схемы движения финансовых ресурсов в компании, что включает в себя оценку в денежном выражении используемых в компании ресурсов (с товарного, финансового, инновационного рынков, рынка труда), диагностирование эффективности превращения этих ресурсов в денежные выгоды поставщиков ресурсов (заинтересованных лиц — стейкхолдеров) и возможного периода получения выгод заинтересованными группами. Фундаментальными положениями финансовой модели анализа компании являются:

- балансирование используемых в компании ресурсов и притязаний на них;
- выявление текущего финансового результата (выгод) и обоснование методов оценки эффективности участия в деятельности компании;
- диагностирование возможности дальнейшего роста (развития) компании и диагностирование долгосрочной эффективности.

<sup>1</sup> До превращения российской нефтяной компании «ТНК» в публичную («ТНК-ВР») структура компании включала в себя более 600 юридических лиц, которые находились в сложной финансовой зависимости.



Важное положение, позволяющее дистанцировать две модели финансового анализа, — отражение интересов разных групп заинтересованных лиц (стейкхолдеров) компании. Каждая модель имеет свою область применения, позволяет решить свой круг задач. *Учетная (бухгалтерская) аналитическая модель* ориентирована на интересы владельцев заемного капитала, формирует первый уровень анализа компании (ее финансовых проблем) — контур кредитора. *Стоимостная (собственно финансовая) аналитическая модель* создает второй уровень анализа финансовых проблем компании, ориентирована на интересы существующих и потенциальных владельцев собственного капитала и рыночных финансовых аналитиков. Это инвестиционный взгляд на компанию, позволяющий собственникам диагностировать инвестиционную привлекательность. В ряде дискуссионных работ в области корпоративных финансов доказывается необходимость выделения третьей аналитической модели — *стейкхолдерской*, ориентированной на интересы нефинансовых стейкхолдеров. В рамках каждой модели формируются собственный язык (терминология), ключевые показатели аналитики и рекомендации по принятию решений.

Бухгалтерский учет и терминологию бухгалтерской (финансовой) отчетности часто называют языком бизнеса. Действительно, бухгалтерские термины традиционно до середины XX в. задавали понятийный аппарат топ-менеджеров компании; бухгалтерские показатели (относительные показатели прибыли по стандартам отчетности) количественно выражали успехи и промахи по принимаемым решениям. Однако с развитием корпоративных форм ведения бизнеса, появлением разнообразных финансовых инструментов, повышением значимости именно владельцев собственного капитала и партнеров (например, в компаниях «новой экономики», где крайне мала доля заемного капитала) ситуация стала меняться и все больше новых терминов входит в оборот профессионального финансового языка. Сложившийся язык общения между специалистами на финансовом и фондовом рынке в последние два десятилетия активно транслируется на внутреннее управление компаний, включая корпорации. Одновременно трансформируются как страновые, так и международные стандарты финансового учета и отчетности, а также аналитика компании со стороны финансового рынка и инвесторов.

После изучения дисциплины «Корпоративные финансы» бакалавр должен:

• **знать**

— принципы построения аналитических форм финансовой отчетности (баланса, прибыли и денежных потоков) и области применения основных финансовых аналитических показателей (*EBIT, EBITDA, FCF, EVA*);

— отличие проблематики корпоративных финансов от частного хозяйственных финансов и финансов малого бизнеса (предпринимательства);

— основные понятия, категории и инструменты финансовой политики корпорации;

— ключевые финансовые показатели в рамках контура интересов собственников и кредиторов;

— теоретические и практические подходы к оптимизации источников финансирования и выстраиванию финансовых взаимоотношений с заинтересованными группами лиц;

— отличие методов и моделей, характеризующих принятие решений на развивающихся рынках капитала, от методов и моделей развитых рынков, признан-

ные коррекции и модификации моделей, разработанных для развитых рынков капитала;

— основных поставщиков финансовой информации по корпорациям глобального и российского рынков и особенности построения ими аналитических показателей (базы Bloomberg, «Рейтерс», СКРИН «Интерфакс» и др.);

• ***уметь***

— читать стандартную консолидированную финансовую отчетность по международным стандартам, диагностировать особенности показателей отчетности по российским стандартам;

— применять портфельные принципы анализа к решениям как индивидуальных инвесторов, так и корпораций;

— выявлять финансовые проблемы компании;

— осуществлять поиск информации по полученному заданию, сбор, анализ данных, необходимых для решения поставленных задач финансовой аналитики, прогнозирования и планирования;

— использовать информацию, полученную в результате исследований финансовых рынков (включая рынки капитала);

— формировать систему ключевых финансовых показателей эффективности деятельности с учетом отраслевой специфики рассматриваемой компании;

— осуществлять стратегическое планирование финансовой деятельности компании;

— разрабатывать корпоративные финансовые стратегии развития компании;

— использовать теоретические построения, международный опыт и российскую практику организации финансовой деятельности на уровне фирмы;

• ***владеть***

— понятийным аппаратом в области финансовой экономики;

— современными методами сбора, обработки, анализа, интерпретации и прогнозирования финансовой информации;

— основными теоретическими конструкциями и моделями влияния фундаментальных и нефундаментальных (внутреннего выбора) факторов на справедливую рыночную стоимость компании;

— навыками применения современных инструментов финансового анализа для решения практических задач;

— технологиями финансового маркетинга;

— методами формулирования и реализации финансовых стратегий на уровне бизнес-единицы.

# Глава 1

## ВНЕШНЕЕ ОКРУЖЕНИЕ, ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА АНАЛИЗА И ОБОСНОВАНИЯ РЕШЕНИЙ, ФИНАНСОВЫЙ КАПИТАЛ КОРПОРАЦИИ

---

После изучения данной главы вы должны:

- **знать**

- место корпоративных финансов в системе дисциплин, изучающих финансовые отношения в экономике;
- отличие финансовых решений от операционных и инвестиционных;
- основные факторы влияния внешней среды на принятие инвестиционно-финансовых решений на уровне фирмы;
- суть и рекомендации основных концепций корпоративных финансов;
- формулы дисконтирования и наращения для единичных и аннуитетных денежных потоков;
- критерий *NPV* принятия инвестиционных решений;
- основные информационные базы по финансовой аналитике компаний;

- **уметь**

- проводить операции с денежными потоками, приходящими в разные моменты времени, рассчитывать доходность инвестирования при разных предположениях о поведении денежных потоков;
- переводить ставки доходности одной валюты в другую;
- диагностировать агентские конфликты, возникающие в результате финансовых взаимоотношений;

- **владеть**

- терминологией ресурсной концепции фирмы;
  - методами расчетов текущей и будущей стоимости денежных потоков, номинированных в разных валютах.
- 

### 1.1. Корпоративные финансы в системе финансов экономики

**Система финансов** объединяет денежные отношения и процессы движения финансовых ресурсов, образования и использования доходов в экономике.

**Финансовые ресурсы** в широком понимании — это вся совокупность денежных средств в экономике, которая используется для выполнения любых денежных операций участниками рынка (органами государственной власти, местного самоуправления, субъектами хозяйствования).

По характеру формирования все финансовые ресурсы относятся к рассматриваемому субъекту рынка либо как собственные, либо как привлеченные

(внешние безвозмездные, бесплатные, не образованные через деятельность субъекта на рынке) или как заемные (так называемые долговые).

В системе финансов выделяют относительно обособленные по правовой форме группы финансовых отношений, которые поддерживаются соответствующими им финансовыми ресурсами. Целесообразно назвать две большие группы или сферы (отрасли) финансов<sup>1</sup>: 1) государственные и муниципальные (в ряде случаев фигурирует термин «публичные») и соответствующие им централизованные финансовые ресурсы (налоги и сборы, штрафы и пени, межбюджетные трансферты, международные и внутренние кредиты); 2) частнохозяйственные как финансы организаций и домашних хозяйств, созданных в порядке частной инициативы. Этой группе соответствуют децентрализованные финансовые ресурсы (уставный (складочный) капитал, выручка, внереализационные доходы и т.п.).

Такое понимание финансовых отношений и формирующихся финансовых ресурсов позволяет сформулировать еще одно более общее определение для системы финансов.

**Система финансов** представляет собой основанную на денежных отношениях и денежной системе упорядоченную совокупность публичных и частнохозяйственных финансов и звеньев с формированием специфических финансовых ресурсов и их собственников.

*Государственные и муниципальные финансы* — это совокупность отношений в рамках образования (налоговые и неналоговые поступления в бюджет и т.п.) и распределения (предоставление государственного кредита и т.п.) денежных потоков, необходимых государству на разных уровнях управления (федеральный, субъектов РФ, региональный, муниципальный) для содержания его органов и выполнения присущих ему функций.

*Частнохозяйственные финансы* — это совокупность денежных отношений, возникающих в процессе движения финансовых ресурсов в частноправовой форме (в области частного бизнеса). Движение финансовых ресурсов позволяет рассматриваемым субъектам рынка получать доходы в сфере производства, обмена и потребления товаров (работ и услуг), распределять финансовые результаты. Финансы коммерческих организаций являются наиболее крупным и важным звеном в системе частнохозяйственных финансов. Важность этого звена объясняется созданием новых финансовых ресурсов именно в коммерческих организациях. Ведь как раз здесь формируются первичные доходы в экономике — образуется валовой внутренний продукт (ВВП) страны. Несмотря на разнообразие организаций, развивающих это звено финансовой системы, есть важное объединяющее их свойство: их финансовая деятельность организуется на принципах коммерческого расчета, что означает финансовую самостоятельность и ответственность, самокупаемость и самофинансирование, полное принятие рыночных и иных рисков. В структуре частнохозяйственных финансов особую роль играют корпоративные финансы, которые выступают как система финансовых отношений, действующая в определенной среде (рыночной) и конкретной организационно-правовой форме (в корпорации — пуб-

<sup>1</sup> Барулин С. В. Финансы / С. В. Барулин. М. : КНОРУС, 2010.

личной акционерной компании). Иногда в деловой терминологии (особенно американской) отождествляются понятия корпоративных и частнохозяйственных финансов, так как значительная доля коммерческих организаций в США представлена акционерными обществами (корпорациями). Отсюда и широко используемые термины: «корпоративные клиенты» как контрагенты в лице коммерческих юридических лиц, «корпоративный налог» — налог на прибыль коммерческих организаций, «корпоративное кредитование» — кредитование юридических лиц и «корпоративный финансовый менеджмент», «корпоративные события» — события на уровне бизнес-единиц экономики, «корпоративная социальная ответственность», «корпоративные пенсионные программы» (в отличие от пенсионных программ государства), в сделках покупки контроля «корпоративный инвестор» (стратег) — как антипод финансовому инвестору (инвестиционным фондам). Такое отождествление может порождать и недоразумения, например, связанные с проблематикой корпоративного управления. В учебнике (см. гл. 10) акцентировано внимание на отличие корпоративного менеджмента (внутреннего управления компанией) от корпоративного управления, которое приобретает большое значение в создании рыночной стоимости именно для публичных акционерных обществ с наемным менеджментом и распыленной структурой собственников.

Под классическое определение корпорации попадают публичные коммерческие компании, которые имеют высоколиквидные акции, обращающиеся на бирже (или нескольких биржах). Зачастую доля акций, находящихся в свободном обращении (традиционно используется термин *free float*), доходит до 100%. Корпорация дает представление о наиболее широком спектре интересов участников деятельности, их денежных интересах и формах получения выгод, а также возможных инструментах сглаживания конфликтов. Наличие рыночных котировок долей владения (акций), а также раскрываемых финансовых показателей деятельности позволяет выявить закономерности между теми или иными принимаемыми решениями и их отражением в денежных интересах участников.

Рассмотрение специфики функционирования корпораций позволяют выделить два их типа: англо-американский и условно континентально-европейский.

*Англо-американский тип* хорошо описан в литературе, именно его подразумевают при рассмотрении курса «Корпоративные финансы». Этот тип характеризуется распыленной структурой собственного капитала, низкой концентрацией капитала в одних руках; высокой степенью защиты прав собственников, что позволяет безболезненно разделить права контроля и владения; рыночным мониторингом деятельности через получение сигналов с рынка капитала. Соответственно, преобладающей формой финансирования становится дистанционное финансирование, опосредованное биржами и посредниками (привлечение собственного капитала через акции, заемного капитала — через облигационные займы, наличие в структуре собственников инвестиционных компаний, паевых фондов).

*Континентально-европейский тип* предполагает концентрированную структуру собственности, в которой часто доминирует государство (как, например, в России); совмещение управления, контроля и владения собственностью; условность рыночного мониторинга и преобладание государственного контроля или контроля со стороны группы интегрированных компаний, ключевого собственника или основного банка-кредитора; низкую защиту прав собственнос-

ти, что порождает существенные ограничения к информации как о финансовом состоянии, так и собственно владельцах бизнеса. Рассмотрение такого типа корпораций — отдельная сложная задача, которой еще мало уделяется внимания в научной литературе<sup>1</sup>.

Следует помнить, что и в первом и во втором случае корпорации характеризуются ограниченной ответственностью (как и общества с ограниченной ответственностью). *Ограниченная ответственность* (limited liability) означает, что акционеры (владельцы собственного капитала) не несут персональной ответственности по обязательствам (долгам) компании. Например, если ОАО «Сбербанк России» объявит дефолт по своим обязательствам, то никто не сможет требовать погашения обязательств от акционеров банка за счет внесения дополнительных денежных средств. Этот момент, а также возможность быстро привлечь деньги с рынка являются конкурентными преимуществами данной формы организации бизнеса. Есть и слабые места — это, во-первых, конфликт интересов между наемным менеджментом и собственниками, а также между советом директоров, менеджментом и собственниками<sup>2</sup>; во-вторых, двойное налогообложение. Двойное налогообложение означает, что, прежде чем собственники получают чистую выгоду от владения долями компании, фирме придется уплатить налог на прибыль, а с объявленных дивидендов — еще и подоходный налог (как правило, исчислением этого налога и перечислением в бюджет занимается компания).

## 1.2. Современные теории корпоративных финансов

Основными (базовыми) для корпоративных финансов являются следующие теории (синонимы — концепции, модельные конструкции, гипотезы):

- 1) ресурсная теория организации (фирмы, компании) и, как следствие, ориентация финансового анализа на конкретного заказчика (по интересам стейкхолдеров);
- 2) транзакционных издержек;
- 3) рационального поведения рыночных агентов;
- 4) взаимосвязи возможностей на рынке капитала и потребительского поведения инвесторов (теоремы разделения Ирвинга Фишера);
- 5) инвестиционного (фундаментального) анализа и справедливой стоимости активов, временной стоимости денег, информационной эффективности рынков;
- 6) информационной эффективности фондовых рынков (рассмотрена в рамках финансового анализа);
- 7) риска и доходности, портфельного подхода к принятию решений;
- 8) двух моделей анализа компании: учетной (бухгалтерской) и стоимостной (инвестиционной, финансовой);
- 9) наращения стоимости и аддитивности *NPV*;

<sup>1</sup> Преобладает констатация различий, но глубокого изучения мотивов и интересов заинтересованных групп во втором типе корпораций, а также специфики принимаемых решений в учебной или научной литературе практически не представлено.

<sup>2</sup> Из-за большого числа владельцев собственного капитала принятие стратегических решений и контроль над менеджерами делегируются специфическому органу — совету директоров (наблюдательному совету), члены которого могут иметь интересы, отличные от интересов большинства акционеров, что порождает дополнительные конфликты.

- 10) иррелевантности стоимости бизнеса (компании) к финансовым решениям на совершенном рынке капитала;
- 11) агентских конфликтов и агентских затрат, или неполных контрактов;
- 12) сигнализирования.

Перечисленные выше теории (концепции, модели) строятся на определенном видении финансового рынка, поведения инвесторов и менеджеров компаний. Естественно, возникает вопрос, насколько эти теоретические конструкции соотносятся с реалиями мира, в котором действуют частные инвесторы, компании (фирмы), государство и другие субъекты рынка и хозяйственных решений. Один из крупнейших экономистов XX в., Милтон Фридман<sup>1</sup>, дает следующее объяснение важности построения теоретических конструкций: уместным должен быть вопрос не столько о реалистичности предположений той или иной концепции, сколько о том, насколько хорошей аппроксимацией происходящих процессов и результатов теории позволяют добиться, насколько точные предсказания модель дает. Таким образом, по мнению М. Фридмана, практика — критерий истины в выделении базовых теорий. По каждой такой теории (мейн-стриму — от *mainstream* — основное течение, описанному во всех учебниках по финансам) есть альтернативные гипотезы, авторы которых иногда достаточно успешно доказывают свои позиции через математические конструкции и эмпирические исследования. Поэтому при изучении финансов (включая корпоративные) важно понимать аргументацию как авторов базовых концепций, так и их оппонентов и, конечно, специфику рынков капитала и поведения инвесторов, на предпосылках которых эти теории выстроены.

Как пример развития альтернативного направления в финансовой экономике можно назвать теорию поведенческих финансов, которая с 1980-х гг. пытается максимально учесть реальное поведение участников рынка, показать, как преломляются выводы и рекомендации классической теоретической конструкции при отходе от принципов рациональности. Это направление получило также название *психологических (бихевиористических) финансов*.

Ключевой вопрос, на который отвечают вышперечисленные теории, — как выглядит финансовый рынок (рынок капитала) и как на этом рынке ведут себя участники (экономические агенты), как они принимают (на каких принципах) инвестиционные и финансовые решения (рис. 1.1).

**Финансовый рынок** рассматривается как рынок кредиторов и заемщиков, товаром на котором является процентная ставка. Предполагается, что рынок имеет равновесное состояние, при котором спрос и предложение на деньги (инвестиционные ресурсы) равны. Корпорация может выступать на рынке и как кредитор, и как заемщик. Однако, с точки зрения логики наращивания стоимости, корпорация привлекает деньги различных инвесторов (частных лиц, других корпораций, например банков) и инвестирует их для приумножения вложенного капитала.

Рассмотрим приведенные выше теории более подробно.

**Ресурсная теория организации (фирмы, компании).** Ресурсная теория организации (фирмы, компании) исходит из того, что любая фирма рассматривается как система отношений между ее стейкхолдерами (заинтересованными группами), которые предоставляют компании определенные ресурсы (денежные, материальные, интеллектуальные, трудовые). Целевые установки фирмы

<sup>1</sup> Милтон Фридман (Milton Friedman) — лауреат Нобелевской премии по экономике (1976).

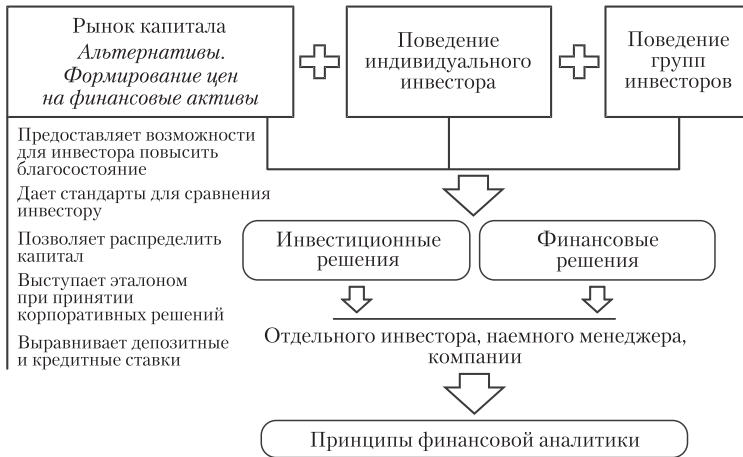


Рис. 1.1. Объекты изучения в ключевых теориях финансов

могут быть представлены как специфические формы возмещения прямых и альтернативных (opportunity) затрат (costs) каждой группы стейкхолдеров. В индустриальной экономике ключевая роль принадлежит финансовым стейкхолдерам — инвесторам компании. В связи с этим для принятия решений в компании очень важно понимать мотивы и стимулы инвесторов, их логику принятия решений. Ряд концепций корпоративных финансов пытается объяснить поведение инвесторов, их принципы ранжирования активов и компаний по инвестиционной привлекательности.

Разные стейкхолдеры имеют различные мотивы и стимулы присутствия в компании, поэтому ответ на вопрос, насколько хорошо работает компания, будет зависеть от того, как сформулированы цели спрашивающего. Как «красота в глазах смотрящего», так и финансовый анализ, оценка компании, принятие инвестиционных решений должны учитывать предпочтения заинтересованного лица: горизонт присутствия, возможности получения выгод и степень влияния на принятие решений. Не может быть «анализа вообще». Кредиторы как одна из основных групп финансовых стейкхолдеров с определенных позиций анализируют компанию и привлекательность ее кредитования, а акционеры, принимающие инвестиционные риски (остаточного результата после погашения всех обязательств), со своих позиций будут оценивать компанию и ранжировать их по инвестиционной привлекательности. Важно не путать эти аспекты анализа финансовых проблем компании и поиска адекватных решений. Более подробно комментарии по ресурсной теории даны в гл. 2.

**Концепция транзакционных издержек.** Концепция транзакционных издержек предусматривает, что в реальной экономике любой акт обмена (включая сделки на финансовом рынке) связан с определенными издержками. Информация с развитием общества становится одним из важнейших типов экономических ресурсов. Каждому экономическому агенту доступен лишь ограниченный массив информации, у разных участников сделки различная степень осведомленности о продукте (товаре, услуге). На основе такой разной информации на рынке происходит обмен и формируются цены. Издержки обмена получили название *транзакционных*. Обычно они трактуются как издержки



сбора и обработки информации, издержки проведения переговоров и принятия решения, издержки контроля и юридической защиты выполнения контракта. Заслуга введения термина «транзакционные издержки» в работе «Природа фирмы»<sup>1</sup> принадлежит Роналду Коузу. Транзакционные издержки принято разделять на издержки *ex ante* (до заключения контракта — затраты на поиск информации о потенциальном партнере, о ситуации на рынке, а также потери, связанные с неполнотой и несовершенством информации, издержки измерения и т.п.) и *ex post* (после заключения контракта — издержки мониторинга и предупреждения оппортунизма, спецификации и защиты прав собственности).

**Концепция рационального поведения рыночных агентов.** Концепция рационального поведения рыночных агентов отстаивает тезис, что экономические агенты (индивиды, «репрезентативные агенты», инвесторы) полностью рациональны. Полная рациональность основана на двух теориях: рациональных ожиданий и индивидуальной (ограниченной) рациональности. Ключевыми участниками деятельности корпорации являются ее финансовые стейкхолдеры или рыночные инвесторы. Концепция рационального поведения экономических агентов позволяет объяснить их инвестиционный выбор через сопоставление предполагаемых выгод и оценки степени риска рассматриваемых вариантов инвестирования.

Под **рациональностью экономических агентов** понимается два свойства. Во-первых, получая новую информацию, экономические агенты «правильно» (в соответствии с правилом Байеса) включают ее в свои представления и суждения, выводы. Во-вторых, на основе сложившихся суждений и выводов они принимают нормативно правильные решения, т.е. внутренне непротиворечивые и соответствующие теории субъективной ожидаемой полезности.

Предполагается, что инвесторы оценивают рискованный выбор согласно модели ожидаемой полезности, выдвинутой Джоном фон Нейманом и Оскаром Morgenштерном (1944 г.)<sup>2</sup>. Согласно стандартной модели выбора в условиях неопределенности инвесторы оценивают любую лотерею в соответствии с ее ожидаемой полезностью:

$$EU(p) = \sum_{x \in X} u(x)p(x),$$

где  $u(x)$  — функция полезности, удовлетворяющая определенным требованиям;  $x$  — конечное множество всех результатов лотереи;  $p(x)$  — распределение вероятности на  $x$ .

**Теория рациональных ожиданий** базируется на представлении, что экономические агенты, обладающие индивидуальной рациональностью, могут формировать «правильные умозаключения». Это означает, что субъективное вероятностное распределение прогнозируемых неизвестных переменных у экономического агента является объективно правильным. Таким образом, согласно теории рациональных ожиданий участники финансового рынка должны не только правильно воспринимать (улавливать) новую информацию, но и уметь правильно ее обрабатывать, т.е. иметь достаточно данных, чтобы сформировать правильные представления о вероятностном распределении прогнозируемых переменных.

<sup>1</sup> The Nature of Firm, 1937. Рональд Коуз (Ronald Coase) — лауреат Нобелевской премии по экономике (1991).

<sup>2</sup> Джон фон Нейман (John von Neumann) — венгро-американский математик, Оскар Morgenштерн (Oskar Morgenstern) — американский экономист.

**Теория взаимосвязи возможностей на рынке капитала и потребительского поведения инвесторов (теоремы разделения Ирвинга Фишера — *Fishers separation theorems*<sup>1</sup>).** Теория (первая теорема) разделения Фишера доказывает, что оценка инвестиций частного лица не зависит от его потребительских предпочтений, т.е. потребительские решения экономического агента отделены от инвестиционных решений. Также выбор компанией инвестиций не зависит от отношения владельцев к данным инвестициям. Это положение Фишера часто называют теоремой раздельного портфеля (*portfolio separation theorem*) или теоремой разделения портфеля. Вторая теорема гласит, что независимо от предпочтений инвестора принятие инвестиционных решений зависит только от альтернатив на рынке капитала. Благодаря этому положению в корпоративных финансах принимается, что собственники компании независимо от своих предпочтений (вкусов) принимают решения, аналогичные выбору наемных менеджеров, и потому могут делегировать им полномочия в выборе инвестиций.

**Теория индивидуальной (ограниченной) рациональности** основана на стремлении человека к максимальному удовлетворению потребностей (приобретаемой полезности) с учетом не только внешних, но и внутренних ограничений. В число ресурсов, предусматривающих внутренние ограничения, попадают интеллектуальные возможности индивида, его способность воспринимать и обрабатывать информацию, а также принимать на ее основе адекватные решения.

Развитием теории индивидуальной рациональности стала *гипотеза ограниченного арбитража*, которая объясняет, почему при определенных условиях на рынке даже профессиональные игроки начинают отклоняться от рационального принятия решений. Теория ограниченного арбитража уточняет описание рынка, утверждая, что на рынке можно выделить две большие группы инвесторов — нерациональных и рациональных (профессиональных). *Нерационально* действующие инвесторы на рынке («шумовые трейдеры», «чайники») ориентируются на поведение других игроков, руководствуются в большей степени эмоциями, настроениями (эйфорией, паникой, страхом, животным духом, *animal spirits*). Благодаря действиям именно *рациональных* игроков финансовый рынок приходит в равновесное состояние. Работу рыночных сил как «невидимой руки рынка» обеспечивают арбитражеры, которые собственно и являются рациональными игроками на рынке.

*Арбитражер* — участник рынка (скорее всего профессиональный, обладающий доступом к информации и возможностью ее обработки), который действует рационально на рынке и зарабатывает через использование любых отклонений цен активов на рынке из-за операций нерациональных игроков.

*Арбитраж* — процесс одновременного заключения двух противоположных сделок на разных рынках или сегментах одного рынка с получением безрисковой прибыли.

Арбитражеры зарабатывают прибыль (причем без риска), используя любые иррациональности на рынке (отклонение цен от справедливых уровней). Этот механизм осуществляется через покупку активов по заниженным ценам и продажу по завышенным относительно справедливой цены финансового актива (акции, облигации, валюты). Эти действия не позволяют выигрывать иррациональным игрокам, и таким образом арбитражеры «исправляют ошибки рын-

<sup>1</sup> Ирвинг Фишер (Irving Fisher) — профессор Йельского университета (США).

ка». *Арбитражные операции* — безрисковые операции по зарабатыванию прибыли. Например, арбитражная операция будет реализована, когда суммарная рыночная цена одинаковых частей одного актива дает оценку выше (или ниже), чем стоит целый актив. *Арбитражная прибыль* — прибыль, получаемая без риска и не требующая инвестиций. *Арбитражная возможность* — возможность проведения операции на рынке для получения безрисковой (арбитражной) прибыли.

Альтернативой традиционной финансовой теории с рациональными агентами и их рациональными ожиданиями является *поведенческая (бихевиористическая) парадигма*. Она утверждает, что происходящие процессы на финансовых рынках лучше объяснимы при использовании моделей, в которых не все участники полностью рациональны и имеют ограниченные возможности обработки информации. Таким образом, поведенческая теория отказывается от постулатов индивидуальной рациональности и от теории рациональных ожиданий: индивиды не обязательно усваивают всю новую информацию в соответствии с правилом Байеса и могут принимать противоречивые решения, нарушающие теорию ожидаемой полезности. Поведенческая теория исходит из того, что в реальной жизни у экономических агентов время на получение и обработку новой информации ограничено. Поэтому участники рынка вырабатывают определенные алгоритмы («ментальные модули» или «эвристики»), которые позволяют быстро реагировать на сигналы, поступающие извне. Для решения ряда задач такое «поведение на автопилоте» оправдано. Но если эти алгоритмы начинают применять в нестандартных ситуациях, то на рынке появляются систематические ошибки (*biases*), которые при массовом тиражировании игроками рынка накапливаются в финансовой системе и приводят к разбалансировке и далее к кризису. Развитием поведенческой теории стала теория адаптивного рынка Андрея Ло (2004)<sup>1</sup>, которая представляет собой синтез постулатов теории эффективного рынка и поведенческих финансов. А. Ло доказывает, что эффективность рынка меняется с изменением условий окружающей среды.

Традиционная финансовая парадигма строится на максимизации рыночной стоимости фирмы, которая достигается при определенных предпосылках через максимизацию акционерной стоимости фирмы, т.е. рыночной оценки собственного капитала. Однако теория рационального поведения не в состоянии объяснить, почему на рынке часто наблюдается существенное отклонение наблюдаемых рыночных оценок (например, цен акций) от основанных на расчетах оценок справедливой стоимости компании и почему часто отдельные акционеры или наемные менеджеры принимают нерациональные решения, снижающие стоимость фирмы. Теория поведенческих финансов обращает внимание на наличие «поведенческих издержек», под которыми понимаются потери в стоимости фирмы, вызванные ошибками менеджеров (не обязательно наемных, это могут быть и собственники) из-за ограниченности когнитивных ресурсов или под влиянием эмоций, отчасти связанных с заключениями внешних аналитиков и консультантов. Расхождение наблюдаемой и расчетной рыночной стоимости объясняется наличием когнитивных ошибок в расчетах инвесторов и финансовых аналитиков, которые не только сами принимают

<sup>1</sup> Lo A. W. The Adaptive Market Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective / A. W. Lo // Journal of Portfolio Management. 2004. No. 30. P. 31.

нерациональные решения, но и влияют на решения менеджеров компаний, по которым выдают экспертные заключения.

**Концепция инвестиционного (фундаментального) анализа и справедливой стоимости активов, временной стоимости денег, информационной эффективности рынков.** Концепция инвестиционного (фундаментального) анализа и справедливой стоимости активов определяет возможность обыгрывания арбитражерами иррациональных игроков. Механизм анализа различных активов (финансовых, недвижимости, создания реальных активов) строится на выявлении по этому активу справедливой (обоснованной, подлинной, истинной) рыночной стоимости (*fair market value*). Эта рыночная стоимость принципиально отличается от учетной (балансовой) стоимости, так как основана на анализе будущих выгод (т.е. оценок вероятности получения выгоды и потерь). Справедливая рыночная стоимость актива зависит как от изменений на рынке в целом (макроэкономических факторов), так и от специфических характеристик рассматриваемого актива. Например, справедливая цена акции (как актива, обращающегося на фондовом рынке) определяется индивидуальными характеристиками ее эмитента (компания). По каждому инвестиционному активу может сопоставляться наблюдаемая на рынке цена, которая складывается из соотношения спроса и предложения, и справедливая (истинная) цена, которая является расчетной для каждого игрока рынка<sup>1</sup>.

Ранжирование активов по инвестиционной привлекательности на базе сопоставления расчетных значений цен и наблюдаемых котировок (цен сделок) называется **инвестиционным** или **фундаментальным анализом**. Именно на таком анализе строится принятие решений рациональными игроками рынка. Поэтому определение *арбитражера* может быть дополнено — это тот участник рынка, который знает справедливую (истинную) стоимость активов и руководствуется правилами фундаментального анализа для проведения безрисковых операций в виде покупки и продажи активов. Заметим, что арбитражеров, не обладающих знаниями о справедливой стоимости актива и принимающих решения на базе слухов и текущих операций других игроков, называют *спекулянтами* (отметим, что грань достаточно зыбкая).

**Справедливая (истинная, подлинная) стоимость** акции и других активов формируется на основе ожиданий инвесторов о потоках доходов (выгод). *Процесс оценки и решения об инвестировании* — это процесс прогнозирования будущих денежных выгод, рисков их получения и сопоставление с требуемыми инвестициями в текущий момент времени. Рациональный инвестор при расчете справедливой стоимости руководствуется несколькими принципами.

1. *Принцип временной стоимости денег.* Данный принцип предполагает, что стоимость денежной единицы на текущий момент принимается выше, чем но-

<sup>1</sup> Следует иметь в виду, что Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 16 «Основные средства», введенный в действие приказом Минфина России от 25 ноября 2011 г. № 160н, следующим образом определяет приведенную стоимость денежных потоков от работающей компании и справедливую ее стоимость: «Специфическая для предприятия стоимость — приведенная стоимость потоков денежных средств, которые предприятие ожидает получить от продолжения использования актива и от его выбытия в конце срока полезного использования или выплаты при погашении какого-либо обязательства. Справедливая стоимость — сумма, на которую актив может быть обменян между хорошо осведомленными, независимыми сторонами, желающими совершить такую операцию».