

Тема 1.  
Теоретические основы корпоративных  
финансов

# 1. Корпорация как субъект финансовых отношений

- Что такое корпорация?
- Однозначного понятия не существует.
- Корпорация (от лат. – corporation) – общество, союз, группа лиц, которые объединены общими интересами, целями.
- Корпорация (в узком смысле) – АО.
- Акционеры принимают участие в управление пропорционально объему вложенных средств.

- Корпорация (в широком смысле) – совокупность лиц, объединившихся для достижения какой-либо цели и образующих самостоятельный субъект права – юр. лицо
- Корпорация – юр. лицо, т.е. искусственное образование, которое существует только с т.зр. закона, и законодательно наделено правами и обременено обязанностями.

- ГК РФ, ст. 65.1 (с 2014 г.):
- Корп. юр. лица (корпорации) – юр. лица, учредители (участники) которых обладают правом участия (членства) в них и формируют их высший орган.
- К ним относятся:
  - - хозяйственные товарищества и общества,
  - - крестьянские (фермерские) хозяйства, хозяйственные партнерства, производственные и потребительские кооперативы, общественные организации, общественные движения, ассоциации (союзы), нотариальные палаты, товарищества собственников недвижимости, казачьи общества, внесенные в государственный реестр казачьих обществ в Российской Федерации, общины коренных малочисленных народов Российской Федерации.

- Юр. лица, учредители которых не становятся их участниками и не приобретают в них прав членства, являются унитарными юр. лицами.
- (ГУП, МУП, фонды, учреждения, АНО, религиозные организации, гос. корпорации, публично-правовые компании).
- Участники корпорации приобретают корпоративные (членские) права и обязанности в отношении созданного ими юр. лица.

# Участники корпорации (участники, члены, акционеры и т.п.)

## **вправе:**

- участвовать в управлении делами корпорации;
- получать информацию о деятельности корпорации и знакомиться с ее бухгалтерской и иной документацией;
- обжаловать решения органов корпорации;

## **обязаны:**

- участвовать в образовании имущества корпорации;
- не разглашать конфиденциальную информацию о деятельности корпорации;
- участвовать в принятии корпоративных решений;

# Участники корпорации (участники, члены, акционеры и т.п.)

## **вправе:**

- требовать, действуя от имени корпорации, возмещения причиненных корпорации убытков, оспаривать, совершенные ею сделки.

## **обязаны:**

- не совершать действия, заведомо направленные на причинение вреда корпорации;
- не совершать действия (бездействие), которые существенно затрудняют или делают невозможным достижение целей, ради которых создана корпорация.

# Отличительные признаки корпорации

долевая собственность  
при образовании

разделение функций  
собственности и  
управления

- Преимущества корпорации:
- ограниченная ответственность собственников
- легкость перехода прав собственности от одного участника (акционера) к другому
- устойчивость, возможность долгосрочной деятельности

- В уставе закрепляется принцип нераздельности общего имущества.
- Поэтому существование корпорации не зависит от изменения состава участников,
- отдельные члены не могут потребовать выделения своей части,
- выход одних членов и вступление других на имуществе корпорации не сказывается.
- Благодаря этому создается обособленность имущества корпорации от её участников.

## 2. Фундаментальные концепции корпоративных финансов

- Корпоративные финансы (КФ) – это особый вид экономических отношений, совокупность связей, которые формируются в условиях образования, перераспределения и целевого использования денежных средств.
- Значение КФ:
- - формируют источник доходов для наполнения гос. бюджета;
- - являются точкой отсчета при создании ВВП, часть которого перераспределяются в пользу ДХ.

- Особенность КФ – обособление собственности от управления.
- Разделение полномочий между менеджментом и владельцами с одной стороны, обеспечивает устойчивость корпорации, а с другой стороны создает конфликт интересов и агентские издержки

- Для деятельности современной компании необходимы разные реальные активы:
- - материальные активы – здания, машины, оборудование, помещения
- - нематериальные активы – технологии, торговые марки, патенты
- Для приобретения эти активов необходимы деньги.
- Чтобы получить необходимые деньги, корпорации продают свои обязательства – ценные бумаги, которые становятся финансовыми активами.

- Ценные бумаги обладают стоимостью, т.к. дают право претендовать на реальные активы корпорации.
- К фин. активам относятся акционерный капитал, облигации, банковские кредиты, арендные обязательства и т.п.
- Перед менеджером, который управляет финансами корпорации стоят 2 группы вопросов:
- 1) Сколько и в какие виды активов компании нужно инвестировать?
- 2) Как получить необходимые для инвестирования ДС?

- Т.о., фин. менеджер принимает 2 группы решений:
- 1) инвест. решения – планирование долгосрочных вложений
- 2) фин. решения – выбор источников финансирования
- Эти решения взаимосвязаны.
- Критерием правильного решения является стоимость – увеличение стоимости доли акционеров, т.е. улучшение фин. положения (благополучия) акционеров корпорации.

- Т.о., инвест. решение является хорошим (правильным) если приобретаются реальные активы, стоимость которых выше связанных с ними затрат – активы, увеличивающие стоимость.
- Управление КФ базируются на фундам. концепциях (моделях, теориях), которые разработаны в рамках современной теории финансов.

# Концепция дисконтированных денежных потоков (DCF-модель)

*(авторы Д.Б. Уильямс, М.Д. Гордон )*

- Имеет большое практическое значение, т.к. практически все фин. и инвест. решения связаны с оценкой CF.
- Эта концепция основана на понятии временной ценности денег.
- ???

## Концепция дисконтированных денежных потоков (DCF-модель)

- Ден. единица сегодня имеет большую ценность по сравнению с ден. единицей, которая может быть получена в будущем.
- Это связано с тем, что ден. единица может быть инвестирована сегодня в матер. или фин. активы для получения доп. дохода.

## Концепция дисконтированных денежных потоков (DCF-модель)

- Анализ CF включает след. этапы:
- расчет прогнозируемых CF;
- определение ставки дисконтирования;
- оценка уровня риска;
- определение приведенной стоимости CF.

$$DCF = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+r)^k}$$

## Концепция дисконтированных денежных потоков (DCF-модель)

- Авторы этой теории полагали, что при анализе DCF необходимо использовать ставку дисконтирования, учитывающую альтернативные издержки капитала.
- Альтернативные издержки – величина оттока ДС, которая произойдет в результате принятия фин. решения, они возникают из-за того, что инвестор утрачивает возможность использовать ДС каким-то другим способом
- (например – положить их на банк. депозит).

# Концепция структуры капитала

*(авторы Ф. Модильяни, М. Миллер)*

- Помогает ответить на вопросы:
- 1) каким образом корпорация должна образовать необходимый капитал?
- 2) следует ли привлекать заем. средства?
- Концепция исходит из условия использования идеального рынка капитала.
- В таком случае стоимость компании не зависит от структуры капитала, а зависит только от принятых решений по инвест. проектам.

# Концепция структуры капитала

- Инвест. решения определяют будущ. CF и уровень их риска.
- Исходя из данной теории, стоимость акций корпорации не зависит от соотношения между ЗК и СК.
- Позднее авторы изменили свою первоначальную теорию.
- Они признали, что на структуру капитала влияет налогообложение.

## Концепция структуры капитала (ММ)

- По мере увеличения доли ЗК стоимость компании повышается за счет экономии на налоговых платежах.
- Но, начиная с опред. момента (когда достигнута оптимальная структура капитала) при росте доли ЗК стоимость компании начинает снижаться,
- т.к. налоговая экономия перекрывается более быстрым ростом издержек на обслуживание долга.

# Концепция влияния дивидендной политики на курс акций

*(авторы Ф. Модильяни, М. Миллер)*

- Эта теория основана на след. допущениях:
  - 1) наличие идеального рынка капитала;
  - 2) политика выплаты дивидендов не влияет на инвест. бюджет компании;
  - 3) поведение всех инвесторов является рациональным.

## Концепция влияния дивидендной политики на курс акций

- При этих условиях политика выплаты дивидендов, не влияет на стоимость компании.
- Каждая ден. единица, направленная на выплату дивидендов сегодня, снижает нераспред. прибыль, которая предназначена для инвестирования в новые активы.
- Это уменьшение может быть компенсировано за счет доп. эмиссии акций.

## Концепция влияния дивидендной политики на курс акций

- Новым владельцам акций необходимо будет выплачивать дивиденды, эти выплаты снизят приведенную стоимость ожидаемых дивидендов для прежних собственников на величину, равную сумме дивидендов, полученных в текущем году.
- Следовательно, каждая ден. единица полученных дивидендов лишает акционеров будущих дивидендов на эквивалентную величину.

# Модель ценообразования капитальных активов (САРМ)

*(авторы Г. Марковиц, У. Шарп, Д. Линтнер)*

- Концепция САРМ основана на предположениях:
- существует идеальный рынок капитала;
- все инвесторы имеют равный доступ к информации.
- Согласно этой теории:
- структура рыночного портфеля влияет на уровень риска акций корпорации;
- доходность акций, которую требуют инвесторы зависит от величины этого риска.

# Модель ценообразования капитальных активов (САРМ)

- Для любого фин. актива требуемая доходность зависит от 3 факторов:
- 1) безрисковая доходность (гос. краткосроч. Цб);
- 2) ср. доходность на рынке в целом;
- 3) коэффициента  $\beta$  - изменения доходности данного фин. актива по отношению к ср. доходности на рынке капитала (фондовом рынке, рынке акций) в целом.

# Модель ценообразования капитальных активов (CAPM)

- Модель CAPM представлена формулой:
- $r = r_f + \beta * (r_m - r_f)$
- $\beta_i = \sigma_i / \sigma_m * Corr_{i,m}$
- Модель CAPM означает, что премия за риск вложений в акции компании прямо пропорциональна рын. премии за риск.
- Значение коэффициентов  $\beta$  определяется по стат. данным для каждой компании, акции которой котируются на бирже.

# Модель ценообразования капитальных активов (САРМ)

- Интерпретация  $\beta$ -коэффициента для акций конкретной корпорации означает:
- $\beta = 1$  – акции компании имеют ср. степень риска, которая сложилась на фонд. рынке в целом;
- $\beta < 1$  – акции компании менее рискованны, чем в среднем на фонд. рынке;
- $\beta > 1$  – акции компании более рискованны, чем в среднем на фонд. рынке.

# Модель ценообразования капитальных активов (САРМ)

- Значение  $\beta$  может быть как положительным, так и отрицательным.
- Положительное значение бета говорит о том, что доходность актива и доходность рынка при изменении конъюнктуры изменяется в одном направлении.
- Отрицательная  $\beta$  показывает, что доходности актива и рынка меняются в противоположных направлениях.

# Модель ценообразования капитальных активов (САРМ)

- Подавляющее большинство активов имеет положит.  $\beta$ .
- $\beta$  конкретной акции показывает, в какой степени ее доходность будет реагировать на действие рыночных сил.
- Если известна  $\beta$  акции, то можно оценить насколько должна измениться его ожид. доходность при изменении ожид. доходности рынка.
- Т.о., модель САРМ имеет важное практическое значение для определения цены капитала компании и требуемой нормы доходности.

# Теория портфеля

*(авторы Г. Марковиц, У. Шарп, Д. Линтнер)*

- Уровень риска по каждому виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с т. зр. его влияния на общ. уровень риска диверсифицированного портфеля.
- Для минимизации риска инвесторам целесообразно объединить рисковые фин. активы в портфель.

# Концепция эффективного рынка (ЕМН)

*(автор Ю. Фама)*

- Базируется на наличии достоверной экон. информации, что позволяет субъектам рын. отношений максимизировать доход (прибыль) от фин. операций.
- Очевидно, что данное условие не соблюдают ни на 1 фин. рынке, т.к. для получения объективной информации необходимы время и значительные ден. затраты.
- Поэтому модель ЕМН имеет свои разновидности: слабая, умеренная и сильная формы эффективности рынка.

## Концепция эффективного рынка (ЕМН)

- В условиях слабой формы эффективности текущ. цены на акции отражают только динамику цен за предыдущие периоды.
- При умеренной форме эффективности текущ. Цены характеризуют не только их динамику за предыдущ. Период, но и всю равнодоступную участникам рынка информацию.
- Сильная форма эффективности означает, что текущ. Цены отражают не только общедоступную информацию, но и сведения, полученные из конфиденциальных источников.

## Концепция компромисса между риском и доходностью

- Концепция эффективности рынка тесно связана с теорией компромисса между риском и доходностью фин. активов.
- Получение дохода на фин. рынке обязательно сопряжено с риском.
- Связь между доходностью и риском прямо пропорциональная:
- чем выше требуемая инвестору доходность на вложенный капитал, тем больше и степень риска, связанного с возможной потерей этой доходности, и наоборот.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

*(авторы Ф. Блек и М. Шоулз)*

- Black-Scholes Option Pricing Model (OPM)
- Опцион выражает право, но не обязательство купить или продать какие-либо активы (акции) по заранее согласованной цене в течение зафиксированного в договоре срока.
- Опцион может быть исполнен или не исполнен исходя из решения, принятого его владельцем, держатель может отказаться от его исполнения.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Т.о., специфика опциона состоит в том, что при сделке купли-продажи его покупатель приобретает не актив, а право на его приобретение.
- Цель такого контракта – защита от риска и получение опред. дохода.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Опцион – разновидность более общего класса активов –
- - условные требования (условное право требования) –
- - любой актив, для владельца которого будущие денежные поступления зависят от наступления какого-то неопределенного события
- (корпоративная облигация – выплаты зависят от фин. положения эмитента).

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- OPM позволяет получить количественную оценку затрат и доходов при реализации разных возможных вариантов.
- Многие фин. контракты содержат встроенные опционы:
  - - аренда автомобиля с правом выкупа по определенной цене;
  - - гарантии по долговым обязательствам;
  - - пенсионные выплаты;
  - - арендные соглашения;
  - - корпоративные облигации

## Концепция ценообразования опционов (OPM)

- В последнем случае акционерный капитал компании, которая использует заемное финансирование, может быть представлен как опцион покупателя.
- Когда компания привлекает заемный капитал, это равносильно продаже активов компании кредиторам, которые платят за них ДС в размере суммы предоставленного займа, но при этом предоставляют компании опцион покупателя.
- Цена реализации опциона = сумма займа + сумма %.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- OPM используют:
- для оценки ПФИ и конвертируемых Цб,
- для рыночной оценки СК финансово зависимых компаний,
- при разработке новых фин. инструментов.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Реальные опционы используются для:
- принятия инвест. решений компаний,
- оценки возможностей выбора времени начала реализации инвест. проекта,
- его расширению или отказа от проекта после того, как он начал реализовываться,
- заключения или прекращения контракта,
- создания новых произв. мощностей, нов. товаров, новых предприятий и др.

# Концепция ценообразования опционов (ОРМ)

- ОРМ применяется для оценки инвест. возможностей, в которых в явном виде покупка опциона не присутствует, однако есть возможность для выбора управленческого решения (управленческие опционы).
- Теоретические положения ОРМ показали практическую значимость при анализе стратегических решений.
- Сначала они активно стали использоваться в энергетике, где высокие затраты.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Опционы могут использовать инвесторы, комбинируя безрисковые Цб с опционами колл на акции можно получить минимальную гарантированную доходность
- (акция + опцион пут = безрисковая облигация с номиналом по страйку).

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Любая кредитная операция состоит из 2 сделок: предоставление безрискового кредита + принятие кредитного риска
- (заемщик покупает гарантию, предъявляет гарантию кредитору и получает кредит под безрисковую ставку)
- Гарантия аналогична опциону пут.
- Гарант (продавец опциона) обязан осуществить платеж, если осн. заемщик не сможет этого сделать.

## Концепция ценообразования опционов (OPM)

- Потери гаранта = гарантийное обязательство – выручка от продажи залога
- Гарантирование возврата займа аналогично продаже опциона пут на активы эмитента со страйком равным номинальной стоимости облигаций.
- Тогда стоимость гарантии можно рассчитать на основе формулы опциона пут.

# Концепция ценообразования опционов (OPM)

- В OPM переменными, которые влияют на теоретическую цену опциона, являются:
  - - *время, оставшееся до истечения срока;*
  - - цена исполнения;
  - - *цена базового инструмента;*
  - - **волатильность.**
- Опцион имеет большую стоимость, если важно иметь право выбора.

# Концепция агентских отношений

- Она заключается в том, что собственники компании нанимают группу лиц для выполнения управленческих функций и наделяют их опред. полномочиями.
- При корпоративных отношениях наблюдается разрыв между функцией распоряжения и функцией опер. управления и контроля.
- Поэтому могут возникнуть противоречия между интересами собственников компании и ее менеджмента.

## Концепция агентских отношений

- Для их преодоления собственники вынуждены нести агентские издержки (оплата услуг независимых аудиторов и др.).
- Наличие таких издержек является объективным фактором.
- Поэтому их размер необходимо учитывать при принятии фин. и инвест. решений.

### 3. Роль финансового менеджера в корпорации

- Фин. менеджер – тот, кто отвечает за инвест. решения и решения корпорации по финансированию.
- Один человек может принимать все такие решения только в очень мелких фирмах.
- Ответственность за принятие решений присутствует на всех уровнях компании.
- Все менеджеры решают фин. вопросы.

- Инженер принимает инвест. решения, когда определяет какие реальные активы нужны компании.
- Менеджер по маркетингу принимает инвест. решения, когда проводит рекламную кампанию, вложения в которую должны окупиться за счет прибыли от увеличения продаж.
- Но в компании есть менеджеры, которые специализируются только на финансах.

- Казначей несет ответственность за привлечение фин. ресурсов, за управление ДС, за связи с банками и др. фин. институтами, за кредитную политику, за выполнение обязательств перед инвесторами – выплату дивидендов, за страхование и управление пенсионными программами и т.п.
- В крупных компаниях есть бухгалтер-контролер (гл. бухгалтер), который отвечает за ведение бух. учета, подготовку фин. отчетов, внутренний аудит, выплату зарплаты, уплату налогов, составление смет, хранение отчетов и т.п.
- Эти должности имеют принципиальное отличие.

- В функции казначея входит хранение ценностей – привлечение капитала и управление им.
- Функции бухгалтера-контролера заключаются в контроле за эффективным использованием денег.
- В более крупных фирмах есть должность фин. директора, который осуществляет надзор за казначеем и бухгалтером-контролером.
- Фин. директор участвует в осуществлении фин. политики и фин. планировании корпорации.
- Инвест. проекты связаны с планами разработки новой продукции, производства и маркетинга, поэтому соответствующие менеджеры неизбежно привлекаются к принятию этих решений.

- Как правило, казначей, бухгалтер-контролер или фин. директор несут ответственность за формирование капитального бюджета.
- В принятии фин. решений всегда участвует высшее руководство.
- Окончательное решение по многим фин. вопросам принимают по согласованию с Советом директоров.
- Совет директоров принимает решения о выплате дивидендов, о выпуске Цб, по крупным инвест. проектам.

- По небольшим и средним инвест. проектам Совет директоров делегирует решения отдельным должностным лицам.
- Часто фин. директор является членом Совета директоров.
- Фин. менеджер действует как посредник между корпорацией и рынком капиталов.
- Он должен понимать, как функционируют рынки капиталов, знать, как оценить долгосрочные рискованные активы.
- При принятии фин. решений обязателен учет фактора времени и неопределенности, т.к. инвестиции носят долгосрочный характер и подвергают корпорацию и акционеров значительному риску.

- Для инвестиций могут потребоваться заемные средства на длительный срок.
- Поэтому требуются решения стоит ли осуществление инвестиций возможных затрат и насколько безопасно бремя доп. долга.
- Для принятия решений об источниках финансирования необходимо знать теорию фин. рынка, условия выпуска облигаций, теории ценообразования акций и облигаций, влияние долга на стоимость акций корпорации, теории оценки стоимости акций, теорию оценки фин. активов, ценообразование фин. активов.

- Менеджеры, акционеры, кредиторы заинтересованы в увеличении стоимости компании, но каждая группа старается получить ее большую часть.
- Фин. менеджер должен сглаживать и разрешать противоречия интересов различных групп.
- Возникает необходимость решения о распределении дохода между реинвестированием и выплатой инвесторам.
- Это решение не может быть произвольным и зависит от условий привлечения капитала
- (банк. кредит/облигации/акции).

- На доходы корпорации претендуют кроме акционеров, менеджмент, работники, кредиторы, государство.
- Все эти претенденты связаны между собой сетью контрактов.
- (банк, предоставляя кредит устанавливает проценты и срок возврата, тем самым влияет на привлечение доп. займов и дивиденды)
- Менеджеры не всегда действуют в интересах акционеров, а акционеры не располагают временем, чтобы наблюдать за работой менеджеров.

- Согласовать интересы менеджеров и акционеров позволяют институциональные соглашения:
- - действия менеджеров контролирует совет директоров, банки-кредиторы;
- - для стимулирования менеджеров предусмотрено поощрение – опционы на покупку акций.
- Опционы приносят доход, если капитал акционеров, т.е. стоимость акций корпорации растет;
- - плохо организованные компании поглощаются другими, что сопровождается сметой менеджмента.

- Практика корп. финансов развивается в сторону согласования личных интересов и интересов компании, чтобы увеличивалась стоимость всей компании, а не ее части.
- Цены акций и облигаций зависят от информации, доступной инвесторам.
- Фин. менеджер должен внимательно следить, как инвесторы расценивают действия компании и распространять убедительную информацию о компании.
- Информация – необычный товар.
- Инсайдерская информация может стоить очень дорого.

- Компании тратят много времени и денег, чтобы предоставлять информацию инвесторам.
- Отсутствие информации повышает риски инвесторов, и они не станут много платить за акции компании.
- Конфликт интересов инвесторов и менеджеров вызывает недоверие к предоставляемой информации.
- Поэтому информация подтверждается аудиторами, которые заверяют отчеты компаний, опираясь на свою репутацию.
- Менеджеры дают сигнал рынку и банкам, инвестируя собственные деньги.

- Легче получить финансирование, если показать, что компания вкладывает значительную долю собственного капитала.
- Многие финансовые решения приобретают доп. значение, т.к. служат сигналом для инвесторов
- Например, решение снизить дивиденды означает возникновение у компании фин. проблем, в результате цена акций может упасть.

# Схема ден. потоков между инвесторами и корпорацией

