

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

АВТОР КУРСА
Д.Э.Н., ПРОФЕССОР
ЗАСЕНКО В.Е.

РАЗДЕЛ 1.КОРПОРАТИВНАЯ ФОРМА ОРГАНИЗАЦИИ БИЗНЕСА И УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ.

Основные вопросы :

- ① 1. Модели корпоративного управления.
- ① 2. Управление корпоративными финансами.



Термин «корпорация» возник еще в Средние века и означает объединение, союз, общество или совокупность лиц, объединившихся для достижения каких-либо своих целей и выполняющих определенные социальные функции.

Корпоративные финансы

Изначально корпорация представляла собой объединение свободных хозяйственных субъектов ради достижения экономических целей.

Для западных корпораций показателем успеха является лидерство в какой-либо сфере.

Для субъектов российского бизнеса актуальна стратегия выживания и закрепления на соответствующих рынках, а также создание нормативно-правовой базы корпоративного бизнеса.

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

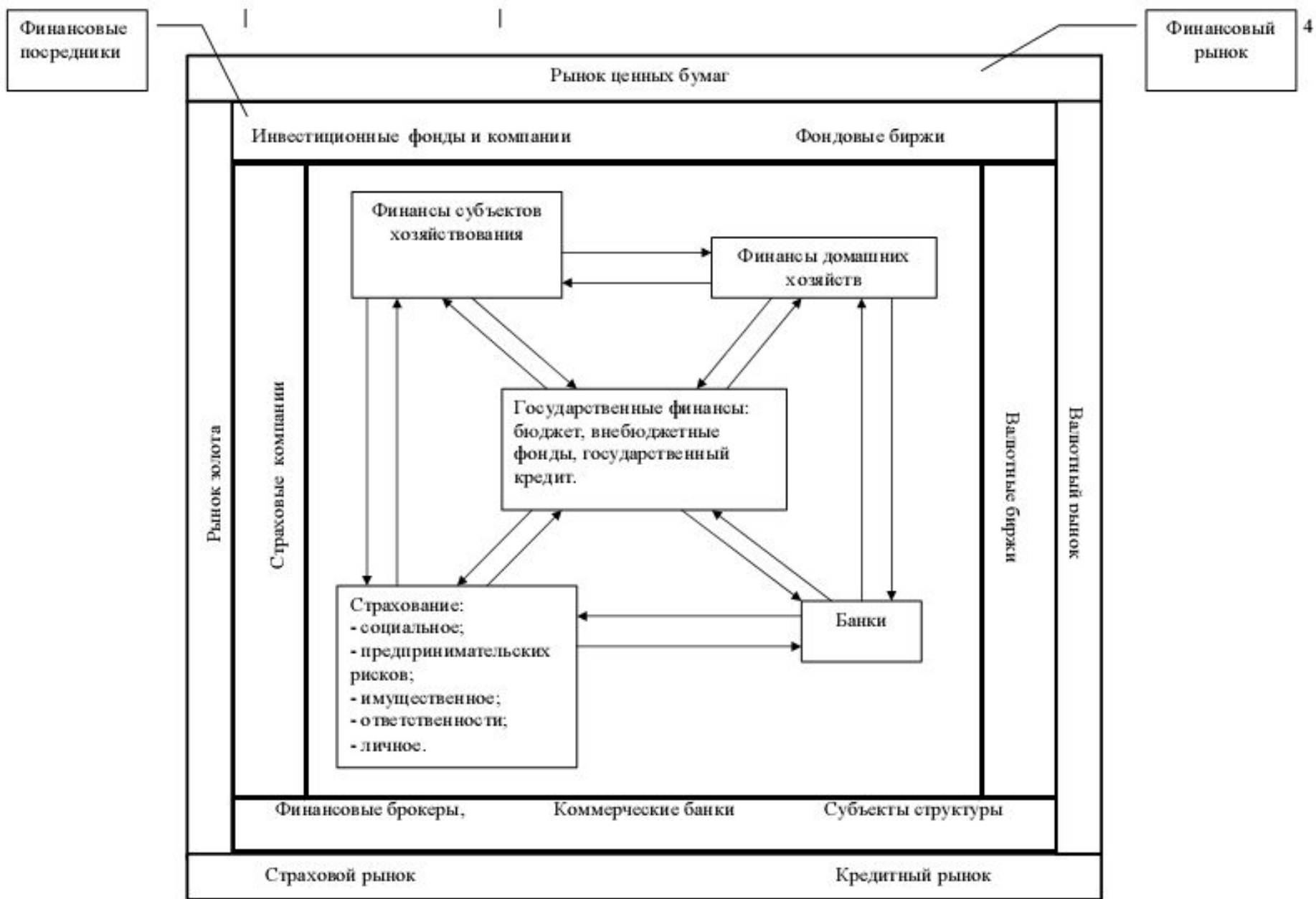
Предметом изучения курса «Корпоративные финансы» является система денежных отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами (корпорациями), другими участниками финансового рынка и государством в процессе осуществления текущей (операционной), инвестиционной и финансовой деятельности.



ХАРАКТЕРИСТИКА РАЗЛИЧИЙ

Классификационный признак	«Финансы»	Корпоративные финансы
Уровень финансовых отношений	Макро-, мезоуровни	Микроуровень
Объект распределения и перераспределения	ВВП	Валовый доход и валовая прибыль
Преобладающие финансовые отношения	Перераспределительные	Распределительные
Степень участия государства	Организируются государством	Регулируются государством
Формируемые денежные фонды и средства	Централизованные и децентрализованные	Финансовые ресурсы

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА РФ



ПРЕИМУЩЕСТВА КОРПОРАЦИИ:

1. неограниченный период жизни корпорации.
2. ограниченная ответственность.
3. акции могут передаваться другим лицам.
4. экономия транзакционных издержек;
5. синергия за счет комбинирования достоинств отдельных участников группы, координации дополняющих активов;
6. инновационные преимущества;
7. инвестиционные преимущества;
8. информационные преимущества;
9. расширение сферы влияния квалифицированных предпринимателей;
10. фактическое взаимострахование друг друга участниками одной и той же деловой группы.

Организация корпоративного хозяйствования может выступать в таких экономических формах, как:

Горизонтальная корпоратизация формируется на основе расширения масштабов производства на рынке однородной продукции.

Вертикальная корпоратизация строится на базе интеграции производства от добычи сырья до изготовления конечной продукции и её реализации?

Диверсификационная корпоратизация формируется за счет объединения различных производств

Организационные и организационно-правовые формы корпоративной модели бизнеса

Корпорация составляет одну из важнейших организационно-правовых форм структурной организации предприятия или группы предприятий, предусмотренных законами и правовыми нормами страны.

Во всем мире корпорации существуют в основном в форме акционерных обществ, где пай каждого участника-акционера подтвержден ценной бумагой - акцией, а его ответственность определяется размером внесенного им вклада в данное предприятие.

Различаются акционерные общества и публичные акционерные общества.

Другие юридические формы, основанные на объединении капиталов акционерных компаний через систему участия.

Типы акционерных объединений: синдикаты, тресты, концерны, консорциумы, финансово-промышленные группы

Эти объединения часто носят временный характер и создаются с целью достижения конкретной цели, например для внедрения нового продукта или новой технологии на рынок. Отличительная особенность данной формы сотрудничества - сохраняющаяся независимость организаций. В таких случаях объединение бывает добровольным и не приводит к созданию нового юридического лица. Предприятия, входящие в подобные объединения, сохраняют полную хозяйственную независимость.

Организационные и организационно-правовые формы корпоративной модели бизнеса

Слияние - один из способов объединения потенциала двух и более компаний. При слиянии объединяются все активы, вовлекаемых в сделку компаний, а также управленческий и технический опыт. Корпоративные альянсы позволяют компаниям создать структуру, которая концентрирует свои усилия на определенном виде бизнеса (освоение новых технологий и рынков сбыта). Альянсы существуют во многих формах: от соглашения, непосредственно ориентированного на рынок, до совместной собственности и операций международного масштаба.

Транснациональные компании (ТНК) - это, как правило, крупные корпорации, осуществляющие операции за рубежом.

Типы акционерных объединений

Синдикат – организационно оформленное объединение близких по профилю фирм, имеющее своей целью организацию коллективного сбыта продукции его участников через сбытовую сеть одного из участников и закупки сырья

Трест – объединяет в своих рамках различные предприятия в единый производственный комплекс;

Концерн – объединение предприятий, связанных общностью интересов, технологии, капитала, договорами об участии в совместной деятельности

Консорциум – объединяет в своих рамках юридически и экономически самостоятельные предприятия, банки различных отраслей экономики

Финансово-промышленные группы – объединения юридически и экономически самостоятельных предприятий разных отраслей народного хозяйства, финансовых инвестиционных институтов, объединивших свои материальные ресурсы и капиталы для достижения общей экономической цели

Все существующие ныне организационные структуры корпораций можно разделить на три основные группы: унитарные, холдинговые и многодивизиональные

Организационные структуры корпораций

Унитарные структуры характеризуются технологией общего назначения и тем, что устойчивость спроса определяется экономическими условиями в целом, а также покупателями, которые свободно выбирают продавцов

Холдинги представляют собой специфические организационные формы объединения капиталов, которые образуются, когда акционерное общество (товарищество) само непосредственно не занимается производственной деятельностью, а лишь использует свои финансовые средства для приобретения контрольных пакетов акций других акционерных фирм с целью финансового контроля за их работой и получения дохода на вложенный в акции капитал

Многодивизиональная организационная структура — тип организованной структуры, ориентированный или на различные виды продукции, или на различные группы потребителей, или на различные регионы

Все существующие ныне организационные структуры корпораций можно разделить на три основные группы: унитарные, холдинговые и многодивизиональные

Холдинговая (держательская) компания – это особый тип финансовой компании, которая создается для владения контрольными пакетами акций других компаний с целью контроля и управления их деятельностью (США, Канада, Япония).

Существуют два типа холдинговых компаний:

- 1. чистый холдинг*, выполняющий только контрольно-управленческие и финансовые функции;
- 2. смешанный холдинг*, занимающийся, кроме указанных функций, также определенной предпринимательской деятельностью – производственно-торговой, кредитно-финансовой и др.

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ



Финансовый менеджмент-направлен на управление движением финансовых ресурсов и финансовых отношений, возникающих между хозяйствующими субъектами в процессе движения финансовых ресурсов.

Основными принципами финансового менеджмента являются:

- Финансовая самостоятельность предприятия.
- Самофинансирование предприятия.
- Материальная заинтересованность предприятия.
- Материальная ответственность.
- Обеспечение рисков финансовыми резервами.

Финансовая политика — это целенаправленное использование финансов для достижения стратегических и тактических задач, определенных учредительными документами (уставом) корпорации.

Например: усиление позиций на рынке товаров (услуг); достижение приемлемого объема продаж, прибыли и рентабельности активов и собственного капитала; сохранение платежеспособности и ликвидности баланса; увеличение богатства собственников (акционеров) и т. д.



Содержание финансовой политики включает следующие звенья:

- 1. разработку оптимальной концепции управления финансами, обеспечивающую сочетание высокой доходности и защиты от коммерческих рисков;**
- 2. выявление основных направлений использования финансовых ресурсов на текущий период;**
- 3. осуществление практических действий, направленных на достижение поставленных целей.**

◎ *Стратегическими задачами финансовой политики являются следующие:*

- 1. максимизация прибыли как источника экономического роста;**
- 2. оптимизация структуры и стоимости капитала, обеспечение финансовой устойчивости и деловой активности корпорации;**
- 3. достижение финансовой открытости корпорации для собственников (акционеров, учредителей), инвесторов и кредиторов;**
- 4. использование рыночных механизмов привлечения капитала с помощью эмиссии корпоративных ценных бумаг, финансового лизинга, проектного финансирования;**
- 5. разработка эффективного механизма управления финансами (финансового менеджмента).**

Исходя из продолжительности и характера решаемых задач, финансовая политика классифицируется на финансовую стратегию и тактику.

Финансовая стратегия является одним из пяти функциональных элементов стратегического управления (производство, маркетинг, инновации, кадры и финансы).

Объектом финансового управления в корпорации выступают капитал и денежные потоки.

К важнейшим направлениям разработки финансовой стратегии корпорации относятся следующие:

1. анализ и оценка финансово-экономического состояния;
2. разработка учетной и налоговой политики;
3. выработка кредитной политики;
4. управление основным капиталом и принятие амортизационной политики;
5. управление оборотными активами и кредиторской задолженностью;
6. управление заемными средствами;
7. управление текущими издержками, сбытом продукции и прибылью;
8. ценовая политика;
9. выбор дивидендной и инвестиционной политики;
10. оценка достижений корпорации и её рыночной стоимости (цены)

Финансовая тактика — это решение частных задач конкретного этапа развития корпорации путем своевременного изменения способов организации финансовых связей, перераспределения денежных ресурсов между видами расходов и структурными подразделениями.

При относительной стабильности финансовой стратегии финансовая тактика должна отличаться гибкостью, что объясняется изменчивостью рыночной конъюнктуры (спроса и предложения на ресурсы, товары, услуги и капитал).

Задачи финансовых служб корпорации

Финансовую работу в корпорациях осуществляют специальная финансовая служба или бухгалтерия.

Назначение финансовой службы:

1. обеспечение производственно-коммерческой деятельности денежными ресурсами, т. е. постоянной платежеспособности корпорации и ликвидности ее баланса;
2. обеспечение роста доходности активов (имущества), собственного капитала и продаж;
3. осуществление расчетов и выполнение финансовых обязательств перед государством и партнерами (юридическими и физическими лицами);
4. разработка оперативных (текущих) и долгосрочных финансовых планов (бюджетов);
5. контроль над рациональным движением денежных ресурсов (денежными потоками).

Финансовая работа в корпорации осуществляется по трем основным направлениям:

1. Финансовое планирование (бюджетирование доходов, расходов и капитала).
2. Оперативная (текущая) деятельность по управлению денежным оборотом.
3. Контрольно-аналитическая работа.

Финансовое планирование заключается в разработке и анализе выполнения различных видов финансовых планов (бюджетов).

Оперативная финансовая работа заключается в обеспечении регулярных денежных взаимоотношений с партнерами (контрагентами) корпорации.

Контрольно-аналитическая работа заключается в осуществлении систематического контроля над исполнением консолидированного и локальных бюджетов, над структурой капитала, использованием основных и оборотных средств, платежеспособностью и ликвидностью баланса корпорации

УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ

Корпоративное управление — система взаимодействия между акционерами и руководством компании (акционерного общества, корпорации), включая её совет директоров, а также с другими заинтересованными лицами, с помощью которой реализуются права акционеров; комплекс механизмов, позволяющих акционерам (инвесторам) контролировать деятельность руководителей компании и разрешать возникающие проблемы с прочими группами влияния.

МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ.

Система корпоративного управления — это организационная модель, которая призвана, с одной стороны, регулировать взаимоотношения между менеджерами компаний и их владельцами, с другой — согласовывать цели различных заинтересованных сторон, обеспечивая эффективное функционирование компаний. Выделяют несколько моделей корпоративного управления.

ОСНОВНЫЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

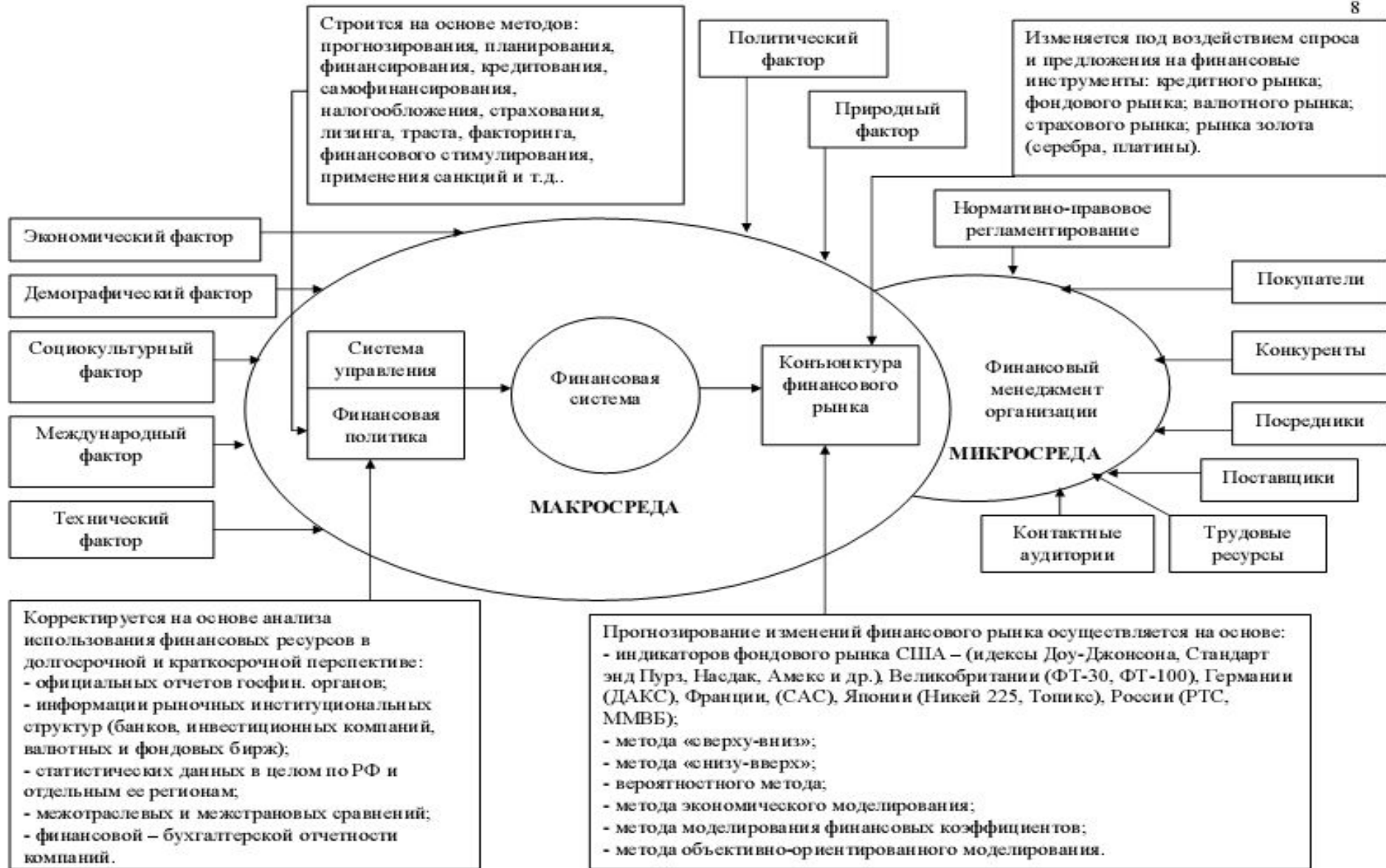
Многообразие национальных форм корпоративного управления можно условно разбить на группы, тяготеющие к двум противоположным моделям:

- ⊙ американская, или аутсайдерская, модель;
- ⊙ германская, или инсайдерская, модель.

Американская, или аутсайдерская,
модель — это модель управления
акционерными обществами, основанная
на высоком уровне использования
внешних по отношению к акционерному
обществу, или рыночных, механизмов
корпоративного контроля, или контроля
над менеджментом акционерного
общества.

Германская, или инсайдерская, модель
— это модель управления акционерными
обществами, основанная
преимущественно на использовании
внутренних методов корпоративного
контроля, или методов самоконтроля.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ФИН. ПОЛИТИКИ, СИСТЕМЫ И МЕНЕДЖМЕНТА

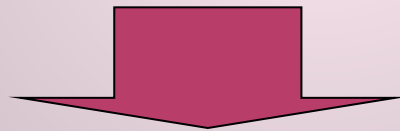


ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ ТЕОРИИ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

1. Период классической теории и кейнсианства (н.ХХв.)

Ф.Найт, И. Фишер, Дж. Уильямс, Дж. Хикс и др.

- Концепция стоимости денег во времени;
- Концепция стоимости капитала;
- Концепция денежного потока;
- Концепция взаимосвязи риска и доходности(Ф. Найт)



Принципы формирования портфеля (Г.Марковиц,1952г.)

2. НЕОКЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ (1952Г.-1973ГГ.)

○ 1. 1952-1973гг.

- Теория формирования портфеля(1952г., **Г. Марковиц**)
- Модель оценки капитальных активов - САРМ(1964г., **У.Шарп, Дж.Литнер, Ж. Моссин**)
- Гипотеза информационной эффективности рынка капитала (1965г., **Ю.Фама**)
- Теория структуры капитала и теория иррелевантности дивидендов(1958-1961гг., **Ф. Модильяни и М. Миллер**)
- Теория ценообразования опционов(1973г., **Ф.Блэк, М. Шолес, Р. Мертон**)

3. ИНСТИТУЦИОНАЛИЗМ (НЕОИНСТИТУЦИОНАЛИСТИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ)

- Теория агентских отношений (1976г. М. Джессинг, У. Меклинг, 1980г. Ю. Фама)
- Теория асимметричной информации (1970г. Дж. Акерлоф)
- Теория поведенческих финансов (1974г. А. Тверски, 1979г. Д. Канеман).

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ КОНЦЕПЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

<p>Определяющие цель и основные параметры финансовой деятельности предприятия</p>	<p>Обеспечивающие реальную рыночную оценку отдельных финансовых инструментов инвестирования в процессе их выбора</p>	<p>Связанные с информационным обеспечением участников финансового рынка и формированием рыночных цен</p>
<p>Концепция приоритета экономических интересов собственников (Герберт Саймон*, 1978)</p>	<p>Концепция временной стоимости денег (Ирвин Фишер, 1930)</p>	
<p>Современная портфельная теория (Гарри Марковиц*, 1952, Уильям Шарп*)</p>	<p>Концепция взаимосвязи уровня доходности и риска (Фрэнк Найт, 1921)</p>	<p>Концепция агентских отношений (1976)</p>
<p>Концепция стоимости капитала (Франко Модильяни* и Мертон Миллер*, 1958,)</p>	<p>Модель оценки опционов (Фишер Блэк и Майер Скоулз, 1973)</p>	<p>Гипотеза эффективности рынка (1970)</p>
<p>Концепция структуры капитала (Франко Модильяни и Мертон Миллер, ЭФР)</p>	<p>Модель оценки ФА с учетом систематического риска (Уильям Шарп, 1964)</p>	<p>Концепция асимметричности информации (1984)</p>
<p>Теория дивидендной политики (Франко Модильяни и Мертон Миллер, 1961)</p>	<p>Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности (Джон Уильямс, 1936, доп. Майер Гордон, 1962)</p>	<p>Арбитражная теория ценообразования (1984)</p>

БАЗОВЫМИ КОНЦЕПЦИЯМИ ТЕОРИИ ФИНАНСОВ КОРПОРАЦИЙ ЯВЛЯЮТСЯ СЛЕДУЮЩИЕ

Концепция идеальных рынков основана на общих принципах, отражающая то, как должны вести себя субъекты и корпорации. В рамках концепции моделируется идеальный рынок, упрощающий и формализующий рыночные процессы и явления. К упрощениям концепции относятся допущения об отсутствии трансакционных затрат, налогов, затрат на информационное обеспечение и затрат, связанных с финансовыми затруднениями. Предполагается также наличие большого числа участников рынка, так, что ни один участник не может в отдельности оказывать существенное влияние на рыночные цены и др.

Анализ дисконтированных денежных потоков основан на временной ценности денег.

Теория структуры капитала Модильяни-Миллера утверждает, что в условиях идеального рынка стоимость корпорации определяется ее будущими доходами и не зависит от структуры капитала. В результате уточнения модели путем включения в модель налогов и затрат финансовых затруднений теория Модильяни-Миллера позволила сделать следующие выводы: наличие определенной доли заемного капитала выгодно корпорации, высокая доля заемного капитала приносит вред корпорации в силу резкого роста затрат финансовых затруднений. Для каждой корпорации существует оптимальная структура капитала, при которой цена капитала минимальна, стоимость корпорации максимальна.

Теория дивидендов Модильяни-Миллера утверждает, что в условиях идеального рынка и при допущениях о том, что политика выплаты дивидендов не влияет на инвестиционную политику, и поведение инвесторов рационально. Она утверждает, что политика выплаты дивидендов не оказывает влияние на стоимость корпорации.

Теория портфеля Марковица утверждает, для минимизации риска инвесторам следует объединять рисковые активы в портфели из-за отсутствия прямой функциональной связи между значениями доходностей различных финансовых активов. Уровень риска по каждому отдельному виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля. Теория Марковица учит тому, как измерять риск, но не определяет связи риска и доходности.

Для решения последней задачи служит модель оценки доходности финансовых активов (CAPM). Согласно данной модели требуемая доходность рисковых активов является функцией трех переменных: безрисковой доходности, среднерыночной доходности фондового рынка и индекса колеблемости доходности данного финансового актива по отношению к доходности на рынке в целом.

Кроме того, существует теория ценообразования опционов, основой для которой является модель Блэка-Шоулза, теория эффективности рынков, агентских отношений и асимметричной информации.