

Корпоративные финансы

Тема 1

Экономическое содержание и назначение
корпоративных финансов

Общие понятия

- **ФИНАНСЫ** — система экономических отношений, связанных с формированием, распределением и использованием фондов денежных средств.
- **КОРПОРАЦИЯ** = Открытое акционерное общество - коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.
- **ЦЕЛЬ КОРПОРАЦИИ СТАРАЯ** — максимизация прибыли.
- **ЦЕЛЬ КОРПОРАЦИИ СОВРЕМЕННАЯ** — максимизация стоимости фирмы.
- В странах с развитой рыночной экономикой корпорация - самая распространенная организационно-правовая форма предприятия.

Понятие «Корпорация».

- Термин «корпорация» - от лат. **corporation** – **объединение**.
- В правовой терминологии США и ряда др. стран - юридическое лицо, организация.
- Этим термином пользуются, когда хотят подчеркнуть, что **организация рассматривается как единое целое** и может выступать участником гражданского оборота.

В США все корпорации делятся :

- публичные (public),
- полупубличные (quasi-public), (отличается от публичного тем, что преимущественное право покупки акций при их продаже принадлежит другим акционерам (по цене предложения)).
- предпринимательские (business)
- непредпринимательские (non-profit)» .

Корпоративная Организация (корпорация)

- особая система связи между людьми в процессе осуществления ими **совместной** деятельности.
- **Корпорации как субъекта права** — юридическое лицо, часто ассоциируемого с формой акционерного объединения.
- **Корпорации как социальный тип организации** - замкнутая группа людей с ограниченным доступом, максимальной централизацией и авторитарностью руководства, противопоставляющие себя другим социальным общностям на основе своих узкокорпоративных интересов.
- Семья и род.
- Античное общество.
- Азиатское общество (касты).
- Средневековая Европа (городские ремесленные цеха, гильдий).
- В современном мире - хозяйственные монополистические объединения, профессиональные организации, политические партии.
- В России в форме различных государственных (министерства, ведомства, естественные монополии) и общественных (союзы, общества, академии и политические партии) институтов.

Основные черты

- объединение ресурсов (в т.ч. человеческих)
 - объединение людей через их разделение по различным критериям (профессиональным, социальным и т.д.)
 - монополия (главным образом на информацию);
 - стандартизация деятельности;
 - предотвращение внутренней конкуренции и тенденции к «уравниловке»;
 - иерархическая структура;
 - поддержание/создание дефицита ресурсов внутри корпорации;
 - ответственность корпорации за своих членов, суверенитет организации;
 - принятие решений по принципу «большинства»;
 - «корпоративная» и индивидуальная мораль.
- **КОРПОРАТИВНОЕ ПОВЕДЕНИЕ** – понятие, охватывающее разнообразные действия, связанные с управлением корпорацией.

Корпоративное поведение

– понятие, охватывающее разнообразные действия, связанные с управлением хозяйственными обществами.

Корпоративное поведение влияет на экономические показатели деятельности хозяйственных обществ и на их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста.

Многие вопросы, связанные с корпоративным поведением, лежат за пределами законодательной сферы и имеют этический, а не юридический характер ...

Участники корпорации вправе

- участвовать в управлении делами корпорации;
- получать информацию о деятельности корпорации и знакомиться с ее бухгалтерской и иной документацией;
- обжаловать решения органов корпорации, влекущие гражданско-правовые последствия, в случаях и в порядке, которые предусмотрены законом;
- требовать, действуя от имени корпорации, возмещения причиненных корпорации убытков;
- оспаривать, действуя от имени корпорации, совершенные ею сделки и требовать применения последствий их недействительности, а также применения последствий недействительности ничтожных сделок корпорации.

Финансы

- Финансы как экономическая категория - система распределительных денежных отношений, возникающая в процессе формирования и использования фондов денежных средств у субъектов, участвующих в создании совокупного общественного продукта.
- Финансы – это экономические денежные отношения по формированию, **распределению и использованию фондов денежных средств** государства, его территориальных подразделений, а также предприятий, организаций и учреждений, необходимых для обеспечения расширенного воспроизводства и социальных нужд, в процессе осуществления которых происходит распределение и перераспределение общественного продукта и контроль за удовлетворением потребностей общества»

корпораций

- **между учредителями** в момент создания корпорации по поводу формирования уставного капитала. УК - первоначальный источник формирования производственных фондов, приобретения нематериальных активов и т.д.
- **между корпорациями и организациями**, связанные с производством и реализацией продукции, возникновением добавленной стоимости;
- **между корпорациями и их подразделениями**: филиалами, цехами, и т.д. по поводу финансирования расходов, распределения и перераспределения прибыли, оборотных средств;
- **между корпорацией и работниками корпорации**, при распределении и использовании доходов, выпуске и размещении акций и облигаций корпорации, выплате процентов по облигациям и дивидендов по акциям, взыскании штрафов и компенсаций за причиненный материальный ущерб, удержании налогов с физических лиц;
- **между корпорацией и финансовой системой государства** при уплате налогов и других платежей в бюджет, формировании внебюджетных фондов, применении штрафных санкций, получении ассигнований из бюджета;
- **между корпорацией и банковской системой** в процессе хранения денег в коммерческих банках, получении и погашении ссуд, уплаты процентов за кредит, покупке и продаже валюты, оказания других банковских услуг;
- **между корпорацией и страховыми компаниями и организациями и др.**

Финансы корпорации

связаны с наличием товарно-денежных отношений и **регулированием** со стороны государства.

- устанавливается величина и порядок формирования уставного и резервного капитала;
- порядок размещения и выкупа акций;
- приватизация;
- ликвидация;
- банкротство;
- порядок очередности списания средств с расчетного счета;
- состав затрат, относимых на себестоимость продукции;
- варианты учетной политики;
- объекты и ставки налогообложения и т.д.

Материальная основа финансов корпораций - кругооборот капитала, который в условиях товарно-денежных отношений принимает форму денежного оборота.

- Таким образом, под финансами корпораций следует понимать **относительно самостоятельную сферу системы финансов страны (государства), охватывающую круг экономических отношений, связанных с формированием, распределением и использованием финансовых ресурсов предприятий на основе управления их денежными потоками.**

Функции финансов корпораций

- **Распределительная функция** - формирование первоначального капитала, образующегося за счет вкладов учредителей, распределение валового внутреннего продукта в стоимостном выражении, определение основных стоимостных пропорций в процессе распределения доходов и финансовых ресурсов, обеспечивается оптимальное сочетание интересов отдельных товаропроизводителей, корпораций и организаций и государства в целом.
- **Основа контрольной функции** - стоимостной учет затрат на производство и реализацию продукции, выполнение работ, оказание услуг, формирование доходов и денежных фондов корпорации и их использование.
- **Контрольная функция** – реализация с помощью финансовых показателей деятельности корпораций мер для повышения эффективности распределительных отношений.

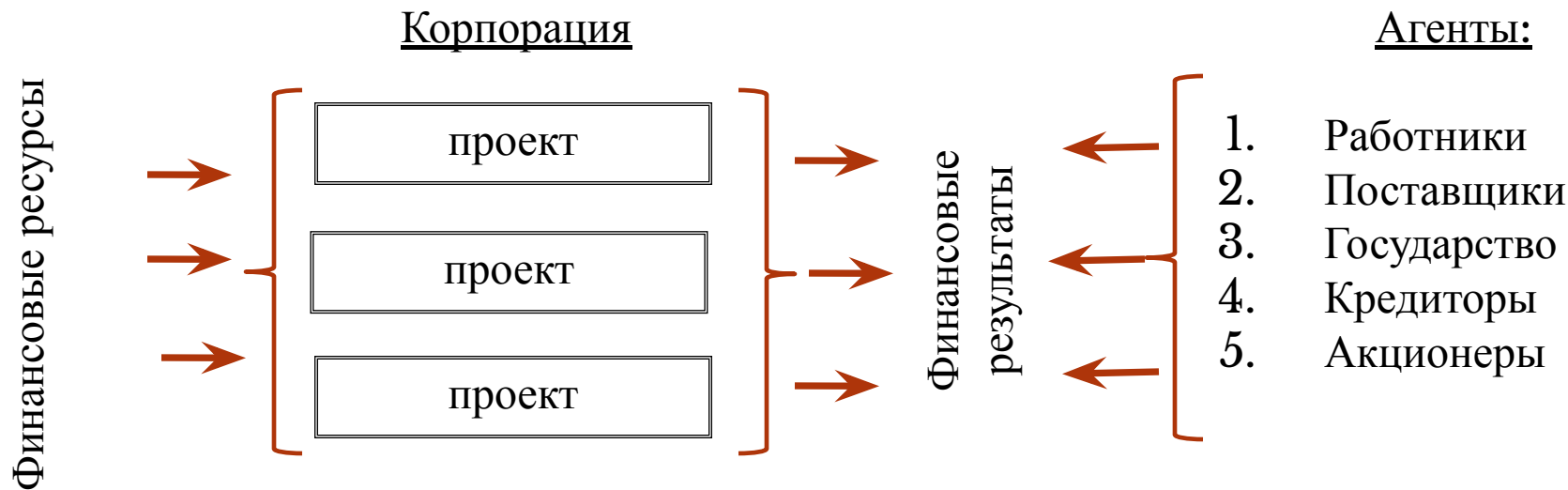
Корпоративные финансы -

- это подобласть финансов, которая фокусируется, прежде всего, на двух основных вопросах:

- оценка капитальных вложений,
- определение структуры капитала.

Финансы корпораций – это отношения, возникающие в процессе формирования основного и оборотного капитала, фондов денежных средств корпораций и их распределения и использования.

С точки зрения теории финансов, корпорация - набор проектов.



В корпорации сферы материального производства происходит

первичное распределение созданного совокупного общественного продукта на

- **фонд возмещения израсходованных средств производства,**
- **фонд выплачиваемой работникам заработной платы**
- **прибавочный продукт.**

Общественное значение финансов корпорации :

- *источник финансовых ресурсов, используемых государством для финансирования общественных потребностей, реализуются задачи социального развития общества .*
- *финансовый базис обеспечения не прерывности производственного процесса, регулирование воспроизводства, финансирование потребностей расширенного воспроизводства;*
- *способ регулирования отраслевых пропорций в рыночной экономике;*
- *позволяют использовать денежные накопления домашних хозяйств путем предоставления им возможностей инвестировать их в доходные финансовые инструменты, эмитируемые некоторыми из них.*

Классификация корпораций:

1) по географическому охвату:

- транснациональные;
- межгосударственная;
- национальная;
- отраслевая;
- региональная;

2) по составу участников:

- сырьевые;
- финансовые;
- финансово-промышленные;
- торгово-финансовые;
- финансово-медийные;
- промышленные;
- торговые;

3) по типу хозяйственного взаимодействия:

- материальные;
- финансовые;
- информационные;

4) по форме:

- картель;
- корнер;
- синдикат;
- трест;
- концерн;
- консорциум;
- ФПГ (финансова-промышленная группа);
- конгломерат;
- холдинг;
- союз;
- ассоциация;
- франчайза;

5) по цели создания:

- коммерческие;
- некоммерческие

Корпоративные финансы

- как научная дисциплина активно развивается с середины 1960-х годов.
- 1. Сформировались предпосылки для формирования самостоятельной дисциплины.
- 2. Возникла потребность в управлении финансами у высшего менеджмента крупных компаний.

Основа:

1. **Финансовая отчетность** - информационная база для принятия решений.
В 1960-х - формирование внутренние стандартов финансовой отчетности, в 1970-х годах - первые попытки разработки стандартов отчетности, приемлемых для инвесторов из разных стран. В 1973г. - комитет по международным стандартам финансовой отчетности (IASC), в 2001г. был преобразован в Совет по Международным стандартам финансовой отчетности (IASB).
Цель - гармонизации отчетности и формирование единых стандартов.
2. **Финансовая математика** – инструмент для обработки информации. Финансовая математика сформировалась на основе результатов, полученных в теории принятия решений, стохастических методов обработки информации и портфельной теории.

Различия в стандартах учета и отчетности

Основные причины различий:

- особенности финансовых систем (различия в пользователях);
- особенности организации бизнеса (различия в требованиях к информации);
- особенности общественной организации (различия органов, разрабатывающих стандарты);
- особенности законодательных систем (различия в гибкости стандартов).

Финансовая система

— подсистема экономики, занимается распределением и перераспределением доходов в экономике.

Финансовые системы разных стран ориентированы на **разные сегменты финансового рынка.**

- **Разная ориентация финансовых систем влечет и разный подход к стандартам отчетности.**

Ориентация

Кредитная ориентация (континентальная Европа (за исключением Нидерландов) и Япония

Фондовая ориентация (в ряде англосаксонских очередь стран, в первую очередь США и Великобритания

Основные потребители финансовой информации

коммерческие банки

инвестиционные банки.

Разные требования к информации, на основе которой принимаются решения

ОСНОВНЫМИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫМИ ПОТРЕБИТЕЛЯМИ ЯВЛЯЮТСЯ:

- 1. Кредитные организации.
- 2. Инвестиционные фонды.
- 3. Институты контрактного типа:
 - 3.1. Страховые организации.
 - 3.2. Пенсионные фонды (частные и государственные).

В чем разница?

«Кредитная» ориентация

Банки владеют акциями крупных компаний, они не заинтересованы в качестве информации, содержащейся в финансовой отчетности. Банки имеют своих членов в советах директоров компаний и пользуются инсайдерской информацией. Возвратность кредитов обеспечивается залогом. Банки не интересуются уровнем прибыльности компании. Их цель - возвратность, а следовательно, обеспеченность кредитов.

«Фондовая» ориентация

Внешние инвесторы (институциональные и индивидуальные) требовательны к предоставляемой информации. Доступ к инсайдерской информации был закрыт или ограничен. Для принятия решений используется внешняя (финансовая) отчетность. Инвесторов в первую очередь интересует доходность компании, поэтому отчетность направлена на раскрытие именно этой информации.

бизнеса

- Финансовая отчетность требуется если в компаниях разделены **законодательная и исполнительная власть.**
- Т.е. кто управляет компанией: собственники (акционеры) или наемные управляющие (менеджеры).

Семейная форма организации	Менеджерский тип компаний
Компанией управляют собственники, нет особой необходимости готовить подробные финансовые отчеты, собственники-управляющие имеют доступ ко всей инсайдерской информации.	Компания управляется менеджерами, которых инвесторы нанимают. Владельцы компании, не имеют доступа к инсайдерской информации и предъявляют повышенные требования к качеству предоставляемой отчетности.
Континентальная Европа. Хорошо подходит для малого и среднего бизнеса, который в таких странах хорошо развит. Семейная форма организации бизнеса дает сбои на уровне крупных компаний.	характерен для ряда англосаксонских стран

Проблема

- Индустриальное общество предполагает развитие крупных компаний. (Почему).
- При «семейном подходе» компании находились либо под государственным контролем, либо под контролем богатых семейств. Государство и семейные кланы **не заинтересованы** в развитии дорогостоящей системы финансовой отчетности, **поскольку финансовая отчетность ориентирована на внешних пользователей, которые не имеют доступа к внутренней информации компании.**

Семейная форма организации	Менеджерский тип компаний
аудит появляется поздно и служит, в основном, для налоговых целей.	аудит является необходимой составной частью институциональной системы страны, Цель – предоставить инвесторам финансовую информацию, заверенную независимыми профессионалами.
Без разделения собственности и управления нет необходимости в финансовой отчетности. Финансовый учет сливается с управленческим учетом	Финансовые отчеты – инструмент информирования и контроля собственников над менеджерами. Цель - решать проблемы компаний, возникающие из-за разделения собственности и управления. Учет – часть системы управления корпораций, заставляющий менеджеров действовать в интересах акционеров.

Особенности общественной организации

Континентальная модель

Англосаксонская модель

Склонность населения к объединению и совместному решению вопросов

склонность не велика, нет общественных механизмов, которые бы ее поощряли, общественную координацию выполняет государство.

население предпочитает решать свои проблемы самостоятельно, за государством остается гораздо меньшее число функций, а остальные решаются в рамках общественных организаций.

Население не проводит различия между страной и государством. Государство подбирает под себя ряд несвойственных ему функций. В.ч. разработка стандартов финансовой отчетности министерскими чиновниками. Отчетность становится налоговой, а не финансовой. Под действие стандартов могут попадать все виды бизнеса независимо от размеров и направлений деятельности. Стандарты жесткие.

Разработкой стандартов финансовой отчетности занимаются независимые профессиональные организации, ориентированные на пользователей. Под действие стандартов подпадают только акционерные общества, размещающие свои акции в открытых торговых системах (публичные компании (*public company*)). Стандарты гибкие.

Особенности законодательных систем

Континентальная модель	Англосаксонская модель
<p>Кодифицированная система права – жесткая, регулируется большим числом подробно расписанных законов. Решения, принимаемые на государственном уровне, отличаются подробной регламентацией и хронической негибкостью. Такая система хорошо подходит для стабильных, стационарных обществ.</p>	<p>Прецедентное право. Государством разрабатываются общие законы, применение которых интерпретируется на местах. Интерпретацией законов занимается суд.</p>
<p>Стандарты бухгалтерского учета и отчетности разрабатываются государственными органами.. Стандарты являются догмой, их очень сложно изменить. Нет стимула к их изменению.</p>	<p>Заинтересованность разработчиков стандартов в их качестве стимулируют их адаптацию преобразованиям общественной жизни . Преобладание экономических новаций из англосаксонских стран.</p>

Гармонизация отчетности

Причины

- Деятельность международных компаний.
- Формирование международного рынка капитала.
- Деятельность международных финансовых организаций, таких как МВФ, Мировой банк и т.д.
- Деятельность консалтинговых, аудиторских фирм, а также фирм, поставляющих программное обеспечение для ведения бизнеса.

Гармонизация в рамках IASB (МСФО):

- 29.06.1973 г. представителями девяти стран (США, Великобритании, Австралии, Канады, Франции, Германии, Нидерландов, Японии, Мексики) был образован международный комитет по разработке бухгалтерских стандартов (IASB - the International Accounting Standards Committee). В России кредитные организации перешли на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) с 1 января 2004 г.
- МСФО основываются на наборе общих принципов, которые, затем, интерпретируются и раскрываются в соответствующих стандартах. Главным принципом, который лежит в основе всех стандартов, является принцип профессионального суждения бухгалтера.
- Стандарты МСФО ориентированы на инвесторов.
- Цель отчетности — это оценка способности компании создавать денежные потоки. Инвесторы должны иметь возможность прогнозировать денежные потоки.

Элементы МСФО:

В качестве элементов выступают:

- **Активы** – ресурсы, контролируемые компанией и являющиеся результатом прошлых действий и источником будущих экономических выгод.
- **Обязательства** – существующая в настоящее время задолженность компании, являющаяся результатом прошлых действий и источником будущих изъятий ресурсов компании и уменьшения экономических выгод.
- **Капитал** – оставшаяся доля собственных активов предприятия после вычета обязательств. В случае ликвидации предприятия кредиторы имеют приоритет перед собственниками.
- **Доходы** – экономические выгоды предприятия за отчетный период, выражаемые в увеличении активов или уменьшении обязательств, результатом чего является увеличение капитала (не за счет вкладов собственников).
- **Расходы** – уменьшение или потеря стоимости активов, увеличении обязательств, которые приводят к уменьшению капитала (не за счет изъятия собственников).
- Активы, обязательства и капитал характеризуют финансовое состояние компании, а доходы и расходы – результаты ее деятельности.

Не являются элементами отчетности:

- 1. Убытки. Это элемент расходов.
- 2. Прибыль. Это мера эффективности деятельности компании.

Балансовая модель корпорации

Какие инвестиции корпорация
должна осуществлять?

Текущие
Активы

Долгосрочные
Активы

Текущие
обязательства

Долгосрочные
обязательства

Акционерный
капитал

Из каких источников привлекать
средства?

В финансовой сфере стоимость активов соответствует ценам, по которым они
могут быть проданы на конкурентном рынке..

Капитал и прибыль

Финансовая концепция	Физическая (операционная) концепция
Капитал – чистые активы компании	капитал – операционная способность (производственная мощность) компании.
Прибыль получена, если сумма чистых активов в конце периода превышает сумму чистых активов в конце периода.	Прибыль получена, если физическая производительность (операционная способность) компании в конце периода превышает физическую производительность в начале периода.
Активы должны оцениваться по восстановительной стоимости.	Выбор базы оценки определяется типом финансового капитала,
Применяется, если пользователей интересует состояние номинального инвестированного капитала или покупательной способности инвестированного капитала.	Применяется, если пользователей интересует операционная способность компании, т.е. способность далее проводить типовые операции (например, выпускать продукцию).

Стоимостная оценка элементов отчетности:

- **1. Первоначальная стоимость (historical cost)** – сумма денег, затраченная на приобретение средств (фактическая стоимость приобретения).
- **2. Справедливая стоимость (fair value)** – стоимость, по которой активы могут быть обменены между осведомленными и желающими это сделать независимыми сторонами в ближайшем будущем.
 - **2.1. Рыночная стоимость (market value)** – сумма денег, которая может быть получена при продаже существующих средств.
 - **2.2. Чистая стоимость реализации (net realisable value)** – сумма денег, которая реально может быть получена при реализации данного средства, т.е. цена реализации за вычетом расходов по реализации.
 - **2.3. Дисконтированная стоимость (present value)** – сегодняшняя стоимость будущего потока доходов.
- **3. Восстановительная стоимость или стоимость замещения (replacement value)** – сумма денег, которая должна быть уплачена в настоящий момент в случае приобретения таких же или аналогичных активов, при необходимости замены существующих средств.

Преимущества учета по справедливой стоимости

- 1. Более объективная основа для оценки будущих денежных потоков по сравнению с первоначальной стоимостью.
- 2. Основа для сопоставимости информации об активах.

Методы определения справедливой стоимости:

1. Биржевой рынок

- 1.1. Сделка осуществляется на организованном рынке.
- 1.2. Стоимость определяется на бирже.
- 1.3. Справедливая стоимость совпадает с рыночной стоимостью.

2. Внебиржевой рынок

- **2.1. Рынок с развитой системой посредников (дилеров).**
 - 2.1.1. Стоимость определяется при сделке с посредником.
 - 2.1.2. Справедливая стоимость совпадает с рыночной стоимостью.
- **2.2. Рынок с неразвитой системой посредников (дилеров).**
 - 2.2.1. Сделка осуществляется без посредников.
 - 2.2.2. Определение стоимости затруднено. Приходится прибегать к расчетным методам, например, к оценке по дисконтированной стоимости (PV).

Отделение собственности от управления

В крупных компаниях — это практическая необходимость .

Преимущества .

Позволяет обмениваться собственностью без ущерба для бизнеса .

Позволяет нанять профессиональных менеджеров.

Агентская теория (agency theory).

- Менеджеры уполномочены владельцами фирмы (акционерами) принимать управленческие решения.
- Наличие личных интересов менеджеров могут вступать в противоречие с задачей наращивания благосостояния акционеров.

Агентские отношения (agency relationship) возникают:

- 1) при найме специалистов или организации, называемых *агентами (agents)*, для выполнения определенных услуг
- 2) при делегировании агентам права принятия решений.

Агентские отношения. Конфликт интересов:

- 1) между акционерами и менеджерами
- 2) между акционерами и кредиторами.

•Первый тип агентского конфликта: акционеры против менеджеров



Агентская проблема (**agency problem**) возникает всегда, когда менеджер фирмы владеет меньше чем 100% ее обыкновенных акций!!!!



В крупных корпорациях менеджеры владеют небольшим процентом ее акций – важность проблемы.

Менеджер;

1) гарантия занятости, смена политики или состава собственников такой компании без согласия ее руководства менее вероятна;

2) рост влияния, статуса в обществе, зарплаты;

3) создание возможностей для карьерного роста.

Пример: благотворительность, чрезмерное инвестирование.

Второй тип агентского конфликта: акционеры против кредиторов

- Акционеры через руководство компании могут предпринимать действия, которые влияют на риск, связанный с деятельностью фирмы.
- Кредиторы предоставляют финансовые ресурсы по ставкам, величина которых определяется на основе:
 - 1) оценок риска, связанного с имеющимися на соответствующий момент активами фирмы;
 - 2) предположений, связанных с риском вновь создаваемых в будущем активов;
 - 3) существующей *структуры капитала* и предположений относительно ее изменений в будущем.
- Пример. Акционеры, посредством менеджеров, - продать ряд низкорисковых активов. Средства инвестируют в высокорисковые проекты.
- Рост риска - рост требуемой ставки доходности долговых обязательств - падение рыночной стоимости непогашенного долга.
- Если проекты не реализованы, то убытки помимо собственников понесут и кредиторы.

•

«агентские издержки долга»

- максимизируется благосостояние акционеров за счет держателей долговых обязательств;

- принятия инвестиционной стратегии, способной привести к финансовым потерям, превышающим акционерный капитал, но сулящей, очень высокие доходы.
- наращивание долга, когда обязательства компании не обеспечиваются в должной степени активами и превращаются из относительно надежных в рискованные.

Агентские издержки (agency costs)

1. Менеджеры получают вознаграждение, зависящее только от величины цен на акции фирмы, контроль за их действиями упраздняется - агентские затраты будут невелики - у менеджеров сильный стимул для максимального увеличения благосостояния акционеров. Проблема: на доходы фирмы, а значит, и на цены акций и на доходы менеджеров будут влиять события, управлять которыми они будут не властны.

2. Акционеры контролируют каждое действие менеджеров – высокие агентские издержки, труднореализуемо на практике.

Механизмы мотивации менеджеров.

- Меры по стимулированию менеджеров;
- Прямое вмешательство акционеров в оперативное управление компанией;
- угроза увольнения (решением акционеров);
- угроза поглощения компании (с последующим увольнением менеджеров решением акционеров фирмы—захватчика).