



САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

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

# **КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ**

**УЧЕБНИК И ПРАКТИКУМ ДЛЯ АКАДЕМИЧЕСКОГО  
БАКАЛАВРИАТА**

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

**Книга доступна в электронной библиотечной системе  
[biblio-online.ru](http://biblio-online.ru)**

**Москва ■ Юрайт ■ 2016**

УДК 33  
ББК 65.261я73  
Л47

**Рецензенты:**

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

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

**Леонтьев, В. Е.**

Л47 Корпоративные финансы : учебник и практикум для академического бакалавриата / В. Е. Леонтьев, В. В. Бочаров, Н. П. Радковская. — М. : Издательство Юрайт, 2016. — 349 с. — Серия : Бакалавр. Академический курс.

ISBN 978-5-9916-4426-6

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

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего образования четвертого поколения.

*Для бакалавров, обучающихся по экономическим направлениям и специальностям, студентов, аспирантов и преподавателей, а также будет полезен широкому кругу практических работников государственных органов, организаций (корпораций).*

УДК 33  
ББК 65.261я73

ISBN 978-5-9916-4426-6

© Леонтьев В. Е., Бочаров В. В.,  
Радковская Н. П., 2013

© ООО «Издательство Юрайт», 2016

# Оглавление

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

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

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

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

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

## **Глава 8. Корпорации и финансовый рынок .....235**

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

## **Глава 9. Управление портфелем корпоративных ценных бумаг .....254**

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

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

## Авторы

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

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

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

## Введение

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

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

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

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

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

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

В результате углубленного изучения курса бакалавры должны:

**знать**

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

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

### ***уметь***

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

### ***владеть***

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

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

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

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

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

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

# Глава 1

## ЭКОНОМИЧЕСКОЕ СОДЕРЖАНИЕ И НАЗНАЧЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ<sup>1</sup>

---

После изучения материалов главы студент должен:

***знать***

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

***уметь***

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

***владеть***

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

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

## 1.1. Финансы как стоимостная категория

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

В результате происходит максимизация стоимости капитала корпорации.

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

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

деляются состоянием финансовой дисциплины в экономике страны.

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

Финансовый контроль в России осуществляют:

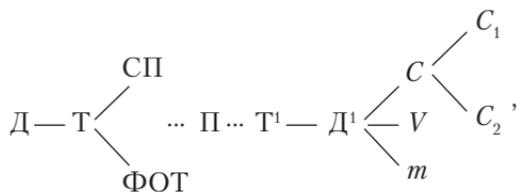
- финансовый менеджмент и бухгалтерская служба корпораций — при оплате счетов поставщиков за материальные ценности и услуги, регулировании издержек производства и обращения, отгрузки продукции, взыскании дебиторской задолженности и т.д.;

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

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

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

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



где Д — первоначально авансированные денежные средства; Т — товарная форма стоимости; СП — средства производства (орудия и предметы труда); ФОТ — фонд оплаты труда работников предприятия; П — производительная форма стоимости (процесс производства товаров); Т<sup>1</sup> — товарная форма стоимости, полученная в результате процесса производства (товары на складе и в отгрузке); Д<sup>1</sup> — денежная форма стоимости в виде выручки от продажи товаров, включая прибыль; С — фонд возмещения; С<sub>1</sub> — фонд возмещения материальных затрат; С<sub>2</sub> — амортизационные отчисления по основным средствам и нематериальным активам; V — фонд оплаты труда, включая взносы в государственные внебюджетные фонды; m — чистый доход в форме прибыли.

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

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

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

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

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

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

## 1.2. Основные теории корпоративных финансов

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

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

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

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

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

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

2) оценка степени их риска;

3) включение уровня риска финансовых активов в финансовый анализ;

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

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

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

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

где *FV* — прогнозируемая величина денежных поступлений от инвестиций в финансовый актив (например, в обыкновенную акцию); *PV* — настоящая (текущая, приведенная) стоимость денежных поступлений в финансовый актив; *r* — ставка процента или требуемая инвестору норма доходности (ставка дисконтирования), доли единицы; *n* — число лет, за которое осуществляют вычисление денежных поступлений (расчетный период); *NPV* — чистая приведенная стоимость финансового актива; *IC<sub>0</sub>* — первоначальные инвестиции в финансовый актив, показывают со знаком минус (–).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2) поведение всех инвесторов является рациональным.

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

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

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

- требуемая инвесторами доходность (прибыльность) акций зависит от величины финансового риска;
- уровень риска по каждому виду активов следует измерять не изолированно от остальных активов, а с точки зрения его влияния на общий уровень риска диверсифицированного портфеля.

Концепция *САРМ* базируется на допущении о существовании идеального рынка капитала, равнодоступности информации для всех инвесторов. Кроме того, все активы абсолютно делимы и могут продаваться на рынке по сложившейся цене, не существует транзакционных издержек, не принимается во внимание влияние системы налогообложения и т.д.

Согласно этой концепции требуемая доходность для любого вида финансовых активов зависит от трех факторов:

- 1) безрисковой доходности по государственным краткосрочным ценным бумагам (облигациям);
- 2) средней доходности на фондовом рынке в целом;
- 3) индекса доходности данного финансового актива (акции) по отношению к средней доходности на рынке ценных бумаг в целом.

Доходность — это относительный показатель (в процентах или долях к единице), который определяется отношением дохода, генерируемого данным финансовым активом к величине инвестиций (вложений) в данный актив.

Модель *САРМ* может быть представлена в виде формулы

$$P_e = P_m + \beta \times (P_m - P_{nf}),$$

где  $P_e$  — ожидаемая доходность акции корпорации, %;  $P_{nf}$  — доходность безрисковых ценных бумаг (например, в США принимают за основу казначейские векселя, используемые для краткосрочного (до одного года) регулирования денежного рынка);  $P_m$  — ожидаемая доходность на фондовом рынке, %;  $\beta$  — бета-коэффициент данной корпорации.

Исходя из представленной формулы показатель  $(P_m - P_{nf})$  — рыночная (в среднем) премия за риск вложения капитала в корпоративные ценные бумаги (акции и облигации). Аналогично показатель  $(P_e - P_{nf})$  выражает премию за риск вложения капитала в ценные бумаги именно данной корпорации. Бета-коэффициент ( $\beta$ ) означает, что:

- при  $\beta = 1$  акции корпорации имеют среднюю степень риска, которая сложилась на фондовом рынке в целом;

- при  $\beta < 1$  акции корпорации менее рискованны, чем в среднем на рынке ценных бумаг;
- при  $\beta > 1$  акции корпорации более рискованны, чем в среднем на фондовом рынке.

Модель *SAPM* утверждает, что премия за риск вложений в акции данной корпорации прямо пропорциональна рыночной премии за риск.

В США значение бета-коэффициента определяют по статистическим данным для каждой корпорации, котирующей свои акции на фондовой бирже, и периодически публикуют в специальных финансовых справочниках и деловой прессе.

*Концепция ценообразования опционов* была разработана Ф. Блэком и М. Шоулзом. Согласно этой теории опцион выражает право, но не обязательство приобрести или продать финансовые активы (акции) по заранее согласованной цене в течение зафиксированного в договоре (контракте) срока. Опцион может быть реализован или не реализован исходя из решения, принятого его владельцем. Важной особенностью опциона является то, что его держатель может в любой момент отказаться от его исполнения. Цель подобного контракта — защита от финансового риска, а также получение определенного дохода.

Таким образом, специфика опциона состоит в том, что в сделке купли-продажи, где он выступает объектом этой сделки, покупатель приобретает не статус собственности (акции), а право на его приобретение. В биржевой практике сделка купли-продажи опциона получила название контракта.

В США единичный контракт заключают на полный лот, т.е. на 100 акций. Владелец (или покупатель) контракта выплачивает продавцу комиссионное вознаграждение (премию). В данной сделке продавец контракта обязуется продать или купить определенное количество акций исходя из условий опциона. Владелец опциона (покупатель) получает право купить или продать соответствующее количество акций. Опционы, которые обращаются на фондовых биржах, называют котируемыми опционами.

Торговлю опционами осуществляют так же, как и акциями, т.е. на фондовой бирже их продают по системе двойного аукциона, а во внебиржевом обороте — на основе переговоров с продавцом. Предметом переговоров является цена реализации опциона и дата окончания контракта. Внебиржевой

оборот опционов более ограничен, чем внебиржевой рынок акций, что связано со следующими факторами:

1) опционы, в отличие от акций, имеют ограниченный контрактом срок существования;

2) цена опционов не стабильнее стоимости базовых активов (акций), которую они представляют.

Операции с опционами осуществляют в целях получения прибыли на разнице в курсах либо для хеджирования, т.е. страхования своих акций от финансового риска. При этом в любом опционе (на покупку или на продажу) участники контракта рассчитывают на противоположные тенденции в движении курсов акций. На повышение курса рассчитывает покупатель (владелец) опциона (на покупку) и продавец опциона (на продажу). Соответственно, понижения курса ожидают продавец опциона (на покупку) и владелец (покупатель) опциона (на продажу). Вероятность выигрыша или проигрыша во многом зависит от типа опциона и от деловой ситуации на фондовом рынке.

*Концепция эффективности рынка (ЕМН)* базируется на наличии достоверной экономической информации, что позволяет субъектам рыночных отношений максимизировать доход (прибыль) от финансовых операций. Очевидно, что данное условие не соблюдают ни на одном финансовом рынке, так как для получения объективной информации необходимы время и значительные денежные затраты. Поэтому модель *ЕМН* имеет свои разновидности: слабая, умеренная и сильная формы эффективности рынка.

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

Концепция эффективности рынка тесно связана с теорией компромисса между риском и доходностью финансовых активов. Данная теория состоит в том, что получение дохода на финансовом рынке чаще всего сопряжено с риском. Связь между доходностью и риском прямо пропорциональная: чем выше требуемая инвестору доходность на вложенный капи-

тал, тем больше и степень риска, связанного с возможной потерей этой доходности, и наоборот.

*Концепция агентских отношений* базируется на том, что в условиях рыночного хозяйства наблюдается разрыв между функцией распоряжения и функцией оперативного управления и контроля. Содержание состоит в том, что владельцы (собственники) корпорации нанимают группу лиц для выполнения управленческих функций и наделяют их определенными полномочиями. Поэтому могут возникнуть противоречия между интересами собственников компании и ее управленческого персонала. Для их преодоления собственники компании вынуждены нести агентские издержки (например, оплата услуг независимых аудиторов и др.). Наличие подобных издержек является объективным фактором, а их объем следует учитывать при принятии финансовых и инвестиционных решений. Отсутствие контроля за деятельностью менеджеров корпорации может привести к еще большим потерям

*Концепция асимметричной информации* неразрывно связана с теорией рынка капитала. Ее содержание состоит в том, что отдельные участники рынка могут располагать информацией, которая недоступна другим участникам рынка. В результате каждый участник полагает, что имеющейся в его распоряжении информацией не владеют конкуренты и он может принять обоснованное управленческое решение (выгодно продать или купить ценные бумаги).

Следует подчеркнуть, что механическое копирование и использование зарубежных теорий и, соответственно, моделей управления финансами корпораций в современных российских условиях не только неприемлемо, но и невозможно. Это связано со спецификой отечественного финансового рынка, особенностями налогообложения, бухгалтерского учета и отчетности. Поэтому универсальные финансовые модели и инструменты финансового менеджмента, принятые в международной практике, нуждаются в адаптации к российским условиям.

### **1.3. Финансовые инструменты**

Финансовые инструменты (активы) — одно из новых экономических понятий, пришедших в Россию с Запада в период формирования основ рыночной экономики. Суще-

ствуют различные трактовки понятия «финансовый инструмент». При самом упрощенном подходе выделяют три вида финансовых инструментов:

- 1) денежные средства в кассе, на расчетных и валютных счетах корпорации;
- 2) кредитные инструменты (облигации, кредиты, депозиты);
- 3) способы участия в уставном капитале корпорации (акции, паи).

По мере развития рынка капитала появились новые виды финансовых инструментов (форвардные, фьючерсные и опционные контракты, СВОПы и т.д.) В современных условиях наиболее развернутое определение понятию «финансовые инструменты» дано в международных стандартах бухгалтерского учета «Финансовые инструменты: раскрытие и представление информации», введенных в действие с 01.01.1996 (IAS 32). Под финансовым инструментом понимают любой контракт, по которому происходит одновременное увеличение финансовых активов одной корпорации и финансового обязательства (долевого или долгового характера) другой корпорации.

Таким образом, к *финансовым инструментам* относят:

- денежные средства;
- контрактное право получить от другой корпорации денежные средства или иной вид финансовых активов;
- контрактное право обмена финансовыми инструментами с другой корпорацией на потенциально выгодных условиях.

К *финансовым обязательствам* относят следующие контрактные обязательства:

- выплатить другой корпорации денежные средства или предоставить иной финансовый актив;
- обменяться финансовым инструментом с другой корпорацией на потенциально невыгодных условиях (например, продажа дебиторской задолженности с дисконтом).

Квалифицировать операцию как финансовый инструмент позволяют следующие видовые характеристики: в основу операции положены финансовые активы и обязательства; операция имеет форму договора (контракта).

Финансовые инструменты подразделяются:

- на первичные (кредиты, акции, облигации и другие ценные бумаги, дебиторская и кредиторская задолженность по текущим хозяйственным операциям). Первичные финан-

совые инструменты имеют определенность, предусматривающую акт купли-продажи или акт поставки-получения некоторого финансового актива, в результате чего возникают взаимные финансовые требования (например, договор банковского вклада, кредитный договор, договор банковского счета, договор поручительства, договор банковской гарантии и т.п.);

- вторичные — производные (деривативы) форвардные и фьючерсные контракты, процентные и валютные СВОПы и пр. Они предусматривают возможность купли-продажи права на приобретение-поставку базового актива или получение-выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива (например, цены).

*Опционный контракт* — соглашение, дающее его владельцу право, но не обязанность купить-продать какой либо актив (включая финансовый) по определенной цене в оговоренный срок. Опцион бывает двух видов: пут (*put*) — опцион на право продажи и колл (*koll*) — опцион на право покупки. У владельца пута имеется право, но не обязанность продать актив, а у владельца колла имеется право, но не обязанность купить активы по фиксированной цене, которая называется ценой исполнения опциона на определенное время. Американские опционы могут быть исполнены в любое время до даты окончания опционного контракта включительно. Европейские опционы могут быть использованы только в день окончания контракта. Большинство опционов — американские.

*Форвардный контракт* — официально закрепленное соглашение двух сторон о купле-продаже актива в будущем по цене, установленной договором на настоящий момент времени. По условиям контракта одна сторона должна поставить актив в установленный срок в расчетный день. Другая сторона контракта должна заплатить предварительно оговоренную сумму (цену) по контракту и забирать актив. Форвардные контракты можно покупать и продавать. Цена форвардного контракта является фиксированной.

*Фьючерсный контракт* представляет собой форвардный контракт, обладающий той особенностью, что выгоды и потери определяются ежедневно, а не в расчетный день. Если покупают фьючерсный контракт и цены на актив сегодня повышаются, то покупатель имеет прибыль, а продавец контракта — убыток. Продавец платит по полной цене. На следующий день торговля начинается заново, и ни одна

сторона не должна другой стороне. Такое свойство контракта ежедневно осуществлять расчеты заново называют «переоценкой в соответствии с рыночной ценой». При ежедневной схеме расчетов риск невыплаты значительно снижается.

*Обменный контракт, или СВОП*, — это соглашение двух сторон об обмене денежными потоками в определенные периоды времени. На практике большинство обменных контрактов подпадают под три основных категории: валютные СВОПы, СВОПы процентной ставки и товарные СВОПы. Товарный СВОП — это соглашение об обмене определенного количества товаров в определенный срок в будущем.

В отдельных сегментах финансового рынка обращаются следующие виды финансовых инструментов:

- на фондовом рынке — акции и корпоративные облигации, облигации федерального и субфедеральных займов;
- на кредитном рынке — денежные активы (рублевые и валютные), чеки, аккредитивы, векселя, депозитные сертификаты, коносаменты, которые представляют собой товарораспорядительные документы;
- на валютном рынке — валютные активы, документарные валютные аккредитивы, валютные банковские чеки, валютные банковские векселя, валютные опционные и фьючерсные контракты, валютные СВОПы;
- на страховом рынке — контракты на страховые услуги по видам (страховой полис), договоры перестрахования, аварийная подписка (финансовое обязательство);
- на рынке золота и драгоценных металлов — золото как финансовый авуар, система различных деривативов, используемых при осуществлении сделок на бирже.

Информационным обеспечением использования финансовых инструментов на рынке являются следующие виды информации:

- нормативная — законодательные и нормативные акты, регулирующие выпуск и обращение ценных бумаг;
- бухгалтерская — Отчет о финансовых результатах (базовая прибыль (убыток) в расчете на одну акцию, разведенная прибыль (убыток) в расчете на одну акцию), Отчет об изменениях капитала (дивиденды, увеличение уставного капитала за счет дополнительной эмиссии акций и др.);
- статистическая — объем долгосрочных, краткосрочных и прочих финансовых вложений;

- аналитическая — аналитические обзоры и оценки финансовых аналитиков, сведения, официально публикуемые Банком России и другими органами.

Для оценки финансовых инструментов используют следующие показатели:

- дивиденды;
- объем сделок на фондовой бирже;
- характеристика сделок;
- срочность;
- курсы ценных бумаг и т.д.

## 1.4. Финансовые ресурсы корпораций

Распределение и перераспределение стоимости готового продукта (дохода) с помощью финансов обязательно сопровождается движением денежных средств, принимающих форму финансовых ресурсов. Они составляют материальную основу финансов. Финансовые ресурсы выражают реальный денежный оборот корпораций (поток денежных средств). Источником их образования служат все денежные доходы и поступления средств — внутренние и внешние.

*Финансовые ресурсы корпорации* представляют собой совокупность капитала, имущества и других средств, выраженных в денежной форме, которые находятся в распоряжении этой корпорации, используются или могут быть использованы им в процессе деятельности, для выполнения своих функций.

Финансовыми ресурсами (финансовым потенциалом) корпорации, как правило, называют всю совокупность имеющихся и возможных фондов и средств, имеющих денежную оценку, которые могут быть использованы в процессе деятельности корпорации для получения прибыли.

Финансовые ресурсы — это финансовый потенциал корпорации в заданных условиях. Финансовый потенциал рассчитывается в том случае, если происходит изменение структуры финансовых ресурсов или их источников во взаимосвязи с изменением целей и задач деятельности корпорации.

К внутренней части финансовых ресурсов корпорации относят:

- собственный капитал в денежном выражении;
- имущество, находящееся в ее распоряжении на правах собственности, выраженное в денежной оценке;

- прочие собственные средства, находящиеся в ее распоряжении.

В распоряжении корпорации всегда находятся определенные фонды и средства, которые учитываются в специальных фондах внутри корпорации (средства, которые невозможно в данный момент использовать в деятельности корпорации) и вне корпорации (средства, которые используются в целях развития других корпораций, и др.).

К внешней части финансовых ресурсов корпорации относят:

- заемные денежные средства, находящиеся в распоряжении корпорации;
- привлеченные средства, имеющие денежную оценку, временно или постоянно находящиеся в распоряжении корпорации.

Финансовые ресурсы в бухгалтерском учете отражаются в активе бухгалтерского баланса корпорации и не подразделяются на внутреннюю и внешнюю части.

Структура финансовых ресурсов предприятия не одинакова в зависимости от рассматриваемого временного периода:

- в оперативной деятельности — краткосрочный период. В оперативной деятельности корпорация использует весь спектр имеющихся финансовых ресурсов. Величина их увеличивается за счет того, что используются ресурсы, имеющие конкретное целевое назначение в текущей и перспективной деятельности, за счет их временного нецелевого использования;

- в перспективной деятельности — долгосрочный период. Структура и объем ресурсов в долгосрочном периоде также ориентированы на постоянные ресурсы корпорации;

- в текущей деятельности — в рамках финансового года. В текущей деятельности состав ресурсов зависит от того, какую деятельность осуществляет корпорация и не изменяется ли ее направленность развития;

- в инвестиционной сфере ресурсы корпорации ограничены тем, что для инвестирования в различные направления деятельности, инвестиционные проекты и т.д. объединяют в себе только ресурсы, создаваемые из свободных собственных, заемных и привлеченных денежных фондов и средств.

Классификация источников финансовых ресурсов корпорации представлена на рис. 1.1.



*Рис. 1.1. Классификация финансовых ресурсов корпораций*

Ускорение темпов роста экономики, оздоровление бюджетной системы государства и финансов корпораций во многом зависят от рационального использования финансовых ресурсов. Большое значение для корпораций имеет структура источников образования финансовых ресурсов, и прежде всего доля собственных средств, характеризуемая коэффициентом самофинансирования ( $K_{сф}$ ):

$$K_{сф} = \frac{I_{сс}}{\Phi P} \times 100,$$

где  $I_{сс}$  — источники собственных средств в форме чистой прибыли и амортизационных отчислений;  $\Phi P$  — общий объем финансовых ресурсов, которыми располагает корпорация (собственные, заемные и привлеченные).

Рекомендуемое значение данного коэффициента — более 0,5, или 50%. Более высокий удельный вес заемных средств (свыше 50%) усложняет финансовую деятельность корпорации за счет дополнительных выплат кредиторам и инвесторам в форме процентов и дивидендов, комиссионного вознаграждения посредникам и часто делает его баланс неликвидным.

## 1.5. Особенности финансов корпоративных групп

Экономические преобразования в России ориентированы на формирование эффективной системы функционирования капитала корпораций. Одной из важных тенденций реформирования корпораций становится создание и развитие корпоративных форм собственности, в частности *финансово-промышленных групп (ФПГ)*.

ФПГ позволяют создать благоприятные условия для централизованного управления финансовыми ресурсами всех участников. Корпоративные группы в форме ФПГ представляют собой такие добровольные объединения предприятий, которые позволяют строить партнерские отношения между государством и корпорациями; крупными и малыми (средними) корпорациями; корпорациями и регионами в лице исполнительных органов власти с использованием финансовых методов концентрации капитала.

В России формирование ФПГ — объективный процесс, отвечающий интересам государства и частного сектора экономики. Данный процесс позволяет организационно оформить:

- взаимодействие промышленного, торгового и банковского капитала;
- проведение структурной перестройки экономики для преодоления спада производства и перехода к стратегии экономического роста;
- механизмы использования финансового капитала на реализацию перспективных инвестиционных и инновационных программ (проектов);
- успешную конкуренцию с крупными зарубежными корпорациями на внутреннем и внешнем рынках за счет рационального управления капиталом, доходами, издержками и денежными потоками.

Участниками ФПГ признают юридических лиц, подписавших договор о ее создании, включая учрежденную ими центральную компанию (ЦК). Среди участников ФПГ обязательно наличие организаций, действующих в сфере производства товаров и услуг, а также банков. В состав участников могут входить инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, участие которых обусловлено их ролью в обеспечении инвестиционного процесса в ФПГ.

*Центральная корпорация* — юридическое лицо, учрежденное всеми участниками договора о создании ФПГ и являющееся по отношению к ним основным обществом и уполномоченным в силу договора на ведение дел группы. *Центральная компания* — инвестиционный институт, устав которого должен определять предмет и цели его деятельности и соответствовать условиям договора о создании группы.

Центральная корпорация выступает от имени участников в отношениях, связанных с созданием и деятельностью ФПГ, ведет сводные (консолидированные) учет, отчетность и баланс группы. По обязательствам центральной компании, возникшим в результате участия в деятельности ФПГ, корпорации несут солидарную ответственность, особенности исполнения которой определяют в договоре о создании группы.

Органы государственной власти России вправе предоставлять льготы и гарантии ФПГ. Банком России могут быть также предоставлены льготы банкам — участникам ФПГ в форме снижения норм обязательного резервирования, уменьшения других обязательных нормативов в целях повышения их инвестиционной активности.

На практике центральная корпорация лишена функций реального контроля и управления группой, так как участник, имеющий в ней больше акций и долю в уставном капитале, фактически блокирует невыгодные ему, но отвечающие интересам других участников группы решения. Роль центральной корпорации часто сводится к представительским функциям, направленным на защиту интересов группы в органах исполнительной власти и получение различных льгот. Кроме того, в уставный капитал центральной компании учредители стараются не вносить высоколиквидные активы. Поэтому целесообразно законодательно усилить роль центральной корпорации, предоставив ей полномочия не только сводного учета и отчетности, но и оперативного управления и контроля, четко обозначив ее статус, и ввести обязательное перекрестное владение акциями между всеми участниками в размере не менее 10% от всего объема эмитированных акций.

Несмотря на отсутствие финансовой поддержки ФПГ со стороны государства, за последние 10 лет работы они показали свою жизнеспособность. Процесс создания новых ФПГ в России продолжается, и они способны обеспечить экономический рост, и прежде всего в промышленности, конечно, при активной поддержке государства.

Ключевые принципы формирования ФПГ:

- наличие лидера группы (базовой промышленной корпорации или финансово-кредитной корпорации), определяющего основные материальные и финансовые потоки;
- обеспечение управляемости юридических лиц — участников группы со стороны центральной корпорации за счет налаживания договорных отношений, акционерного контроля и др.;
- подбор финансово-кредитных корпораций, располагающих достаточным собственным капиталом для инвестирования в проекты группы; наличие у банков-участников реальной заинтересованности в долгосрочных вложениях в деятельность промышленных корпораций;
- наличие ярко выраженной вертикальной или горизонтальной кооперации корпораций, способных производить конкурентоспособную продукцию на внутреннем и внешнем рынках;
- детальность проектирования будущего состава участников и направлений совместной деятельности корпорации,