

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

имени М.В. Ломоносова

МОСКОВСКАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ

РАБОЧАЯ ПРОГРАММА ДИСЦИПЛИНЫ

«Финансовый менеджмент»

Для направления 080100 « Экономика»

подготовки магистров очного отделения

Шифр дисциплины _____

Автор программы:

Астапов К.Л., д.э.н.

Одобрена на заседании кафедры «_25_»_сентября_2013г.

Заведующий кафедрой _____ В.Л. Квинт, д.э.н., профессор

Утверждена Ученым советом МШЭ «_____»_____2013г.

Ученый секретарь _____ Ю.П. Карпичев, д.ю.н., профессор

МОСКВА- 2013

ВВЕДЕНИЕ

Учебная программа по курсу «Финансовый менеджмент (продвинутый курс)» разработана в соответствии с требованиями Государственного образовательного стандарта высшего профессионального образования Министерства образования и науки Российской Федерации.

Рабочая программа соответствует учебному плану подготовки магистров по направлению 521604 Финансовая экономика.

Курс «Финансовый менеджмент (продвинутый курс)» рассчитан на один семестр и читается студентам первого курса магистратуры. Программа курса предусматривает получение теоретических знаний в области финансовых рынков и управления финансами компаний, современной методологии анализа капитала компании, оценки стоимости бизнеса, эффективного инвестирования для реализации стратегии развития компании, а также формирование практических навыков эффективного финансового управления.

Соответствующие знания необходимы для работы в государственных и частных структурах в сфере финансов и управления, в составе исполнительных органов юридических лиц, осуществляющих корпоративное и финансовое управление, а также обеспечивающих взаимодействие фирмы с финансовыми рынками.

Основная цель заключается в формировании у студентов комплекса знаний о современных основах выработки финансовых решений компании, освоение современного инструментария анализа, построение финансовых моделей.

В результате изучения дисциплины студент должен обладать **следующими знаниями и навыками:**

- понимать сущность управления финансами в современных корпорациях;
- применять модели анализа затрат на капитал, структуры капитала, политики выплат, инвестиционных решений, краткосрочных финансовых решений;
- знать концепцию реальных опционов и уметь применять ее при анализе инвестиционных решений компании;
- анализировать основные финансовые показатели компании, корпоративные финансовые стратегии на основе оптимального привлечения заемных и вложения собственных средств, потоки денежных средств и выплат инвесторам;
- выявлять ключевые факторы, влияющие на стоимость компании, и строить финансовые модели для применения доходного, рыночного и затратного подходов к оценке стоимости компаний;
- анализировать различные факторы и показатели операционной и финансовой деятельности компании, влияющие на стратегии слияний и поглощений;

- применять методы оценки стоимости компании для выяснения целесообразности заключения конкретной сделки слияния и поглощения;
- понимать юридические основы и налоговые аспекты при проведении сделок по слияниям и поглощениям.

Дисциплина «Финансовый менеджмент (продвинутый курс)» предполагает знание студентами макроэкономики, микроэкономики, основ финансов и бухгалтерского учета, гражданского права. Для более углубленного изучения курса желательны знания финансовой математики и статистики.

Практическая реализация учебной программы предусматривает проведение аудиторных занятий в виде лекций, семинаров, консультаций, проведение деловых игр и бизнес-кейсов, организацию самостоятельной работы студентов.

Дисциплина изучается в течение одного семестра при общем объеме учебной нагрузки 36 часов. Итоговый контроль – в форме экзамена.

Учебно – тематический план

№ п/п	Название раздела, темы	Кол-во часов		
		Лекции	Семинары	Самостоятельная работа
1.	Управление финансами корпораций	2		6
2.	Анализ фундаментальной стоимости капитала	2		5
3.	Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы	2	2	5
4.	Принципы и методы анализа эффективности инвестиций в реальные активы в условиях определенности и неопределенности	2	2	5
5.	Структура капитала фирмы	1	2	6
6.	Взаимозависимость инвестиционных и финансовых решений	2		5
7.	Решения о выплатах инвесторам	2		5
8.	Принципы краткосрочной финансовой политики.	1		5
9.	Финансовая архитектура корпорации и ее финансовый капитал.	2	2	5
10.	Анализ управленческой гибкости компании: метод реальных опционов.	1		5
11.	Оценка стоимости бизнеса.	2	2	5
12.	Оценки стоимости компании (бизнеса) методом реальных опционов	2		5

13	Принципы анализа эффективности стратегических сделок слияний и поглощений	2	2	5
14	Слияния и поглощения (M&A): финансовые аспекты	1		5
	ИТОГО по курсу	24	12	72

Самостоятельная работа предусматривает изучение основной и дополнительной учебной литературы, решение задач на семинарских занятиях, подготовку к презентации отдельных финансовых сделок (кейс).

СОДЕРЖАНИЕ ПРОГРАММЫ

Тема 1. Управление финансами корпораций

Комплекс финансовых решений фирмы и корпорации на различных этапах ее жизненного цикла. Принятие финансовых решений в корпорации. Стратегическое финансовое планирование.

Рынок капитала как среда функционирования корпорации. Модель совершенного рынка капитала – методологическая основа построения аналитических моделей корпорации. Принцип создания экономической прибыли – основа анализа финансовых решений корпорации. Альтернативные издержки как принцип построения финансового анализа.

Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 1.
2. Росс С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 1.

Тема 2. Анализ фундаментальной стоимости капитала

Инструменты формирования заемного капитала фирмы. Понятие фундаментальной (инвестиционной) стоимости капитала фирмы. Концепция «портфеля-копии» – инструмент анализа фирмы на совершенном рынке капитала. Использование концепции портфеля-копии для построения модели дисконтирования денежных потоков.

Затраты на заемный капитал. Ограничения в использовании методов оценки затрат на заемный капитал на развивающихся рынках капитала. Метод синтетического рейтинга.

Структура финансирования и сложная структура капитала. Затраты на заемный капитал при привлечении сложных банковских ссуд. Затраты на капитал, привлеченный в виде долгосрочной аренды. Различные подходы к отражению риска лизинговых платежей в ставке затрат на заемный капитал. Затраты на капитал при выпуске конвертируемых облигаций.

Инструменты формирования собственного капитала фирмы. Принципиальные сходства и различия в анализе стоимости заемного и собственного капитала. Стабильно растущая фирма: понятие, критерии, темпы и источники роста.

Роль концепций структуры капитала в анализе мотивов разработки политик долгосрочного финансирования фирмы. Детерминанты структуры капитала.

Оценка экономии на налогах, связанной с заемным финансированием. Природа издержек финансовой неустойчивости: переменные издержки, постоянные издержки, однократные издержки. Динамика движения к целевой структуре капитала и ограничения с учетом издержек приспособления.

Выбор решений о финансировании: взгляд с позиций концепции порядка (иерархии) источников финансирования (pecking order of financing). Роль дефицита и избытка денежных средств в выборе порядка финансирования.

Выбор структуры капитала как средство снижения агентского конфликта. Балансирование агентских издержек заемного капитала и агентских издержек собственного капитала. Ключевые результаты эмпирических проверок и их прикладное значение для фирм на развивающихся рынках капитала. Роль финансовых аналитиков в мониторинге агентских конфликтов в компании.

Мотивы балансирования интересов стейкхолдеров фирмы и их роль в выборе структуры капитала. Риски отношений с разными группами стейкхолдеров.

Модель дисконтирования потоков дивидендов фирмы со стабильным ростом. Фирма с нестабильным ростом: дисконтирование потоков дивидендов, растущих разными темпами – двухпериодная модель. Проблема анализа стоимости собственного капитала фирмы, не выплачивающей дивиденды. Принципы оценки перспектив роста фирмы.

Литература

1. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 23, 7.
2. Росс С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 6, 11.
3. Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Policy. McGraw-Hill. 1998, ch.5 (5.10- 5.12), ch.6
4. Стоимость капитала. Расчёт и применение / Пратт Ш.П. Пер. с англ. 2-е изд. – М.: ИД «Квинто-консалтинг», 2006.- 455 с.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М., главы 6,7,8.

Тема 3. Анализ доходности, ожидаемой собственниками фирмы

Риски и портфельная теория. Роль портфельной теории в построении моделей оценки доходности, ожидаемой собственником фирмы. Система допущений модели ценообразования на долгосрочные активы фирмы (CAPM) и их роль в анализе систематического риска акций. Систематический риск капитала владельцев фирмы (бета).

Систематические и несистематические риски на развивающемся рынке капитала. Типы барьеров для осуществления диверсификации несистематических рисков на развивающихся рынках капитала. Страновой риск и его детерминанты. Спред доходности государственных облигаций как показатель странового риска. Глобальная модель оценки долгосрочных активов фирмы (global capital asset pricing model, GCAPM). Национальная модель CAPM (LCAPM). Скорректированная (гибридная) модель CAPM (HCAPM): метод спреда доходности, метод относительной волатильности. Альтернативные подходы к анализу затрат на собственный капитал на растущих рынках: модель с односторонней дисперсией (down-side risk, D-CAPM) Estrada. Методы определения ставки затрат на собственный капитал в рамках накопительного (кумулятивного) подхода.

Проблема подлинности фактора бета как измерителя систематического риска. Исторический и прогнозный методы анализа премии за рыночный риск. Скорректированный бета (shrunk or adjusted beta): причины и принципы коррекции. Суммовый (lagged) бета. Альтернативные подходы к анализу доходности. Принципы и допущения многофакторных моделей. Арбитражная модель как основа анализа доходности на собственный капитал.

Литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 7, 8.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 11.
3. Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Policy. McGraw-Hill. 1998, ch.13, 14, 16, ch.17 (17.1-17.3), ch.18 (18.1-18.3)
4. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций. Теория и практика. М., Дело. 2004.

Тема 4. Принципы и методы анализа эффективности инвестиций в реальные активы в условиях определенности и неопределенности

Понятие инвестиционного проекта. Этапы инвестиционного проекта – первоначальные инвестиции, период реализации проекта, завершение проекта. Характеристики инвестиционного проекта – риск и денежные потоки. Принципы анализа эффективности инвестиционных проектов. Потоки денежных средств проекта на различных этапах его жизни. Бухгалтерские методы оценки эффективности проекта и их ограниченность: период окупаемости (PB), метод бухгалтерской рентабельности (ARR). Традиционные методы анализа эффективности (NPV, IRR, DPB, PI).

Роль теоремы разделения инвестиционных и финансовых решений. Правило чистой приведенной стоимости инвестиций и связь с финансовым рынком и концепцией портфеля-копии. Внутренняя норма доходности проекта как финансовая ставка доходности и норма экономической прибыли. Индекс рентабельности проекта (P/I) и особенности его применения в анализе эффективности проектов. Финансовый подход к определению периода окупаемости проекта: период окупаемости с учетом дисконтирования.

Специфические проблемы в анализе проектов. Множественность ставок IRR. Модифицированная IRR. Роль предпосылок о возможности повторения проектов и метод эквивалентного аннуитетного потока в анализе проектов с различными сроками жизни. Проблема различия объемов первоначальных инвестиций. Типичные инвестиционные проекты снижения затрат и замены оборудования. Выбор инвестиционных проектов в условиях наличия бюджетных ограничений.

Риск инвестиционного проекта. Учет риска путем корректировки ставки дисконтирования (метод risk adjusted discount rate). Предпосылка об одинаковом уровне риска инвестиционного проекта и всех активов компании и использовании доходности активов в качестве ставки дисконтирования. Учет риска путем корректировки денежных потоков (метод certainty equivalents).

Определение ставки дисконтирования при использовании нескольких видов капитала. Средневзвешенные затраты на капитал как прокси доходности активов. Анализ эффективности проекта, риск которого отличается от риска активов компании – проблема поиска аналогов. Определение ставки дисконтирования при использовании информации о компании-аналоге со сложной структурой активов и пассивов.

Преимущества применения метода реальных опционов (ROA) для построения анализа проекта в условиях неопределенности.

Типология простых реальных опционов. Определение простых реальных опционов ликвидации (abandonment), отсрочки (defer), расширения (expand), сокращения (shrink). Правила принятия решений об исполнении различных типов опционов. Прямая и косвенная оценка реальных опционов в дискретном времени.

Литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 2, 3, 5.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 7, 8.
3. Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Policy. McGraw-Hill. 1998, ch.11, 12.

Тема 5. Структура капитала фирмы

Структура капитала в условиях совершенного рынка капитала – основа построения моделей анализа. Теоремы Модильяни - Миллера. «Портфель-копия» как метод доказательства.

Построение модели анализа структуры капитала для несовершенного рынка: введение фактора налоговой экономии. Теоремы Модильяни - Миллера с учетом налога на прибыль. Модель Миллера: равновесие отдельного инвестора и равновесие фирмы с учетом персональных налогов на доходы инвесторов.

Построение моделей анализа структуры капитала для несовершенного рынка: введение асимметрии информации. Основы сигнальных моделей структуры капитала: принципы моделей Росса и Майлуфа. Агентские издержки и выбор структуры капитала: агентские издержки заемного капитала, агентские издержки собственного капитала. Основы концепции последовательного выбора источников финансирования (pecking order theory).

Построение модели для несовершенного рынка: введение издержек финансовой неустойчивости. Прямые и косвенные издержки банкротства. Теория компромисса в выборе структуры капитала (trade-off theory).

Затраты на капитал и альтернативные издержки инвесторов. Модель средневзвешенных затрат на капитал фирмы. Методы анализа затрат на заемный капитал. Роль кредитных рейтингов в анализе затрат на заемный капитал корпорации. Затраты на капитал и финансовый рычаг. Фактор налоговой экономии и его отражение в анализе затрат на заемный капитал. Методы анализа затрат на собственный капитал. Бета акций компании и ее

финансовый рычаг. Поправка Хамады. Минимизация средневзвешенных затрат на капитал для определения оптимальной структуры капитала.

Традиционные методы планирования структуры капитала: EBIT-EPS анализ. Моделирование приспособления компании к оптимальной структуре капитала: модель налога на финансовую неустойчивость. Оптимальная и целевая структура капитала фирмы. Оценка оптимальной структуры капитала на основе модели средневзвешенных затрат на капитал (метода рейтинга). Анализ и планирование структуры капитала на основе модели операционной прибыли. Использование модели скорректированной приведенной стоимости для оценки оптимальной структуры капитала. Учет интересов стейкхолдеров (заинтересованных групп) в определении целевой структуры капитала. Планирование целевой структуры капитала в компаниях с высокими возможностями роста

Литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 17, 18, 19.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 14-15.
3. Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Policy. McGraw-Hill. 1998, ch. 17, 19

Тема 6. Взаимозависимость инвестиционных и финансовых решений

Конфликт интересов собственников и кредиторов фирмы. Рисковый долг как предпосылка возникновения конфликта интересов. Менеджмент и его основная цель действовать в интересах акционеров. Инвестиционные решения с позиции акционеров и с позиции всех инвесторов. Проблема неэффективных инвестиционных решений в условиях присутствия рискованного долга. Типичные проблемы – недоинвестирование, предпочтение рискованных проектов, предпочтение краткосрочных проектов, сопротивление ликвидации. Эмиссионные оговорки (covenants) и их роль в обеспечении принятия эффективных инвестиционных решений. Уникальные возможности процедуры банкротства - выпуск старшего долга. Неэффективные инвестиционные решения и их значимость в определении размера издержек финансовой неустойчивости.

Роль теоремы Фишера в инвестиционном анализе. Источники взаимосвязи инвестиционных и финансовых решений корпорации. Скорректированная приведенная стоимость (adjusted present value, APV) как метод инвестиционного анализа: множественность потоков денежных средств и ставок дисконтирования. Преимущества метода APV и границы его применения. Метод средневзвешенных затрат на капитал и специфика расчета денежных потоков при анализе инвестиционных решений. Учет побочных эффектов при использовании средневзвешенных затрат на капитал. Сравнение результатов метода скорректированной приведенной стоимости и метода средневзвешенных затрат на капитал.

Литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 9, 19.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 14-15.

Тема 7. Решения о выплатах инвесторам

Понятие политики выплат. Правовая и экономическая трактовка дивидендных выплат. Виды выплат инвесторам: прямой дивиденд, дивиденд акциями, выкуп акций. Показатели дивидендной политики компании. Современные тенденции в выплатах инвесторам. «Левые» и «правые» концепции выплат инвесторам и их роль в объяснении изменений стоимости фирмы.

Сигнальные эффекты политики выплат прямых дивидендов: простые сигналы, смешанные сигналы. Ключевые результаты эмпирических исследований сигнальных эффектов политики выплат и их роль в практике управления капиталом фирмы. Выкуп акций как инструмент политики выплат. Ограничения на использование выкупа акций: проблема неблагоприятного отбора в сделках по выкупу акций. Стилизованные факты сделок по выкупу акций и их роль для практики управления капиталом фирмы.

Первоначальная и скорректированная модели стилизованных фактов дивидендной политики Линтнера. Новые факторы, определяющие дивидендную политику: рейтинг долга, допустимость выкупа акций, настроения инвесторов и феномен дивидендной премии (Baker/Wurgler, 2000).

Анализ политики выплат на основе потоков денежных средств. Анализ политики выплат методом рыночных сравнений. Взаимосвязь политики выплат и политики финансирования. Принципы управления изменениями в политике выплат.

Теорема Модильяни и Миллера для совершенного рынка капитала – основа анализа политики выплат. «Загадка» дивидендов и проблема оптимальной политики выплат собственникам.

Литература:

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. гл. 16.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 16.
Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Policy. McGraw-Hill. 1998, ch.15, 18, 19 (19.4)

Тема 8. Принципы краткосрочной финансовой политики.

Управление денежными средствами и ликвидностью. Мотивы хранения наличности. Спекулятивный мотив и мотив предосторожности. Трансакционный мотив. Остатки на счетах. Издержки по хранению наличности. Понятие оборота денег. Оборот поступлений и чистый оборот. Управление ликвидностью. Поступление денег и их сосредоточение. Различные типы ценных бумаг на денежном рынке. Модель ВАТ. Модель Миллера-Орра: более

общий подход. Модель Стоуна. Факторы, влияющие на плановое денежное сальдо

Управление кредитами и производственными запасами. Кредит компании и дебиторская задолженность. Компоненты кредитной политики. Денежные потоки при выделении кредита. Инвестиции в дебиторскую задолженность. Условия продажи.

Кредитные инструменты. Оценка предложенной кредитной политики. Оптимальная кредитная политика. Кривая суммарных издержек кредитования. Организация работы кредитного управления. Кредитный анализ. Определение целесообразности предоставления кредита. Кредитная информация. Кредитная оценка и кредитный рейтинг. Политика возврата выданных кредитов. Мониторинг дебиторской задолженности. Действия по возврату выданных кредитов. Управление производственными запасами. Финансовый менеджер и управление запасами. Виды производственных запасов. Издержки по запасам. Способы управления производственными запасами. Способ ABC. Модель экономически обоснованных потребностей (EOQ). Расширенный вариант модели EOQ. Управление запасами с зависимым спросом. Углубленный анализ кредитной политики. Два альтернативных подхода к чему? Денежные скидки и риск коммерческого провала

Литература:

1. Росс С. Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2000. – Гл.17,18,19.
2. Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование: Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл.14,15,16.
3. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – Гл.18,19,20,21.

Тема 9. Финансовая архитектура корпорации и ее финансовый капитал.

Решения о первичном выпуске акций в обращение (IPO): принципы построения модели анализа. Доходность IPO в условиях асимметрии информации между менеджментом и инвесторами, доходность IPO в условиях асимметрии информации между инвесторами. Долгосрочные тенденции в доходности IPO. Значение моделей анализа IPO для растущих рынков капитала.

Формирование целевой структуры капитала фирмы. Использование динамических концепций структуры капитала для моделирования оптимальной структуры капитала. Моделирование приспособления компании к оптимальной структуре капитала: модель налога на финансовую неустойчивость (distress tax model, Titman/Opler,1994). Оценка целевой структуры капитала: модель средневзвешенных затрат на капитал (метод рейтинга), модель операционной прибыли, модели скорректированной приведенной стоимости. регрессионные модели. Теория "групп владельцев" (stakeholder's theory) и ее использование для определения целевой структуры капитала. Планирование целевой структуры

капитала в компаниях с возможностями роста (Lang, Stultz, Ofek, 1996). Оценка финансовой гибкости компании с помощью метода реальных опционов. Планирование сложной структуры капитала. Моделирование займовой мощности и опцион на изменение структуры капитала (модель Мартина-Скотта). Возможности использования моделей планирования структуры капитала фирмы на растущих рынках капитала.

Литература

1. Grinblatt M., Titman S. (1998), *Financial Markets and Corporate Policy*. McGraw-Hill. Ch. 17, 19.

Тема 10. Анализ управленческой гибкости компании: метод реальных опционов.

Концепция управленческой гибкости в анализе инвестиционных и финансовых решений компании. Масштабность инвестиций, долгий срок реализации, высокий уровень неопределенности: условия для применения метода реальных опционов. Сравнение результатов учета неопределенности с помощью метода дисконтированных денежных потоков (DCF), метода деревьев принятия решений (DTA) и метода реальных опционов (ROA). Определение и качественное сравнение входных параметров для оценки стоимости финансового и реального опциона. Оценка стоимости реального опциона в непрерывном и дискретном времени. Типология «простых» реальных опционов: опцион ликвидации, отсрочки, расширения, сокращения. Прямая и косвенная оценка реальных опционов в дискретном времени.

Вложенный опцион – основа «сложных» типов реальных опционов. Одновременный и последовательный вложенные опционы. Стратегическая ценность первоначальных инвестиций и опцион роста. Реальный опцион пошагового инвестирования и методология оценки его стоимости. Проблема учета нескольких источников неопределенности и способы ее разрешения. Опцион переключения и проблема учета гибкости производственного оборудования. Классификация отраслей экономики по принципу частоты возможного присутствия реальных опционов. Добывающая промышленность: опционы отсрочки, ликвидации, расширения, сокращения, переключения. Методология оценки лицензии на разработку месторождения. Методология оценки проекта разработки медикаментов. Интернет проекты с опционами роста. Концепция о разделении стоимости компании на две составляющие: стоимость активов «как есть» и стоимость возможностей роста. Детерминанты возможностей роста развитых и растущих рынков.

Литература:

1. Copeland N. and V. Antikarov. (2001), *Real Options – A Practitioner's Guide*. Texere. Ch. 3 - 8.

Тема 11. Оценка стоимости бизнеса.

Цели оценки стоимости компании (бизнеса). Основные понятия оценки стоимости компании и их соотношение: справедливая, фундаментальная (внутренняя), инвестиционная, балансовая, ликвидационная стоимости. Принципы оценки стоимости компании.

Особенности доходного подхода к оценке стоимости компании (бизнеса). Анализ основных методов доходного подхода и условия их применения.

Модель дисконтированных денежных потоков: алгоритм оценки. Традиционные модели дисконтируемого денежного потока: поток денежных средств для всех инвесторов (FCFF), поток денежных средств для акционеров (FCFE). Анализ горизонта прогнозирования. Расчет денежного потока для прогнозного периода. Основные методы определения величины завершающего (остаточного) потока денежных средств.

Методы определения ставки дисконтирования: модель оценки долгосрочных активов (CAPM), модель арбитражного ценообразования (APT). Метод кумулятивного построения. Средневзвешенные затраты на капитал. Особенности анализа затрат на капитал на растущих рынках капитала. Использование глобальной CAPM, национальной CAPM, скорректированной CAPM в оценке стоимости компании на растущих рынках капитала. Особенности гибридных моделей на основе CAPM: модель спреда.

Метод капитализации прибыли. Выбор величины прибыли. Определение ставки капитализации. Ограничения метода капитализации бухгалтерской прибыли.

Фундаментальные принципы сравнительной оценки. Основные методы сравнительного подхода: метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов. Требования к информации о компании для применения рыночных сравнений. Основные этапы оценки. Критерии выделения компаний-аналогов. Ключевые рыночные мультипликаторы, используемые при оценке стоимости компании (бизнеса): P/E, P/S, EV/EBITDA, P/BV. Отраслевые мультипликаторы. Мультипликаторы роста. Проблема выбора мультипликатора. Особенности применения балансовых мультипликаторов в оценке методом рыночных сравнений. Сравнимость компаний развитых и развивающихся рынков. Принципы применения метода рыночных сравнений на растущих рынках капитала. Ограничения метода рыночных сравнений.

Экономическая сущность затратного подхода. Сфера применения. Подготовка финансовой отчетности для оценки затратными методами. Метод чистых активов (NAV): основные шаги оценки. Выведение итоговой стоимости компании методом чистых активов.

Метод ликвидационной стоимости (LV): алгоритм оценки. Виды ликвидационной стоимости: плановая, ускоренная. Особенности коррекции активов и обязательств в методе ликвидационной стоимости. Определение затрат, связанных с ликвидацией. Особенности определения ставки дисконтирования. Расчет ликвидационной стоимости.

Литература:

1. Оценка бизнеса. Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. Москва: Финансы и статистика, 2-ое издание, 2004, главы 1, 4, 11, 12
2. Уэст Т., Джонс Д. Пособие по оценке бизнеса. Пер. с англ. М.: Квинто-Консалтинг, 2003, глава 17
3. Коупленд Т., Муррин Дж. Стоимость компании: оценка и управление. М.: Олимп-бизнес, 2008.
4. Эванс Ф., Бишоп Д. Оценка компаний в слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. Перевод с англ. Москва. Альпина Паблшер. 2004

Тема 12. Оценки стоимости компании (бизнеса) методом реальных опционов

Совокупный капитал компании как комбинация опционов. Собственный (акционерный) капитал как опцион на покупку. Условия применения метода реальных опционов в оценке бизнеса. Типы реальных опционов, соответствующие задачам оценки стоимости собственного (акционерного) капитала. Дополнительные требования к применению метода реальных опционов в случае оценки собственного капитала компании. Использование модели оценки опционов Блэка-Шоулза в целях оценки собственного капитала, ее ограничения. Биномиальная модель как метод оценки стоимости собственного капитала, ее преимущества, особенности и границы применения. Применение модели Блэка-Шоулза для оценки заемного капитала компании. Стоимость компании, имеющей опцион на отсрочку. Стоимость компании, имеющей опцион на рост (расширение). Особенности оценки стоимости собственного капитала компаний традиционных отраслей, высокотехнологичных и финансово-неустойчивых компаний методом реальных опционов.

Литература:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка, Альпина Бизнес Букс, М. 2004, главы 28-30
2. Оценка бизнеса. Под ред. Грязновой А.Г., Федотовой М.А. Москва: Финансы и статистика, 2-ое издание, 2004, глава 9

Тема 13. Принципы анализа эффективности стратегических сделок слияний и поглощений

Рост фирмы путем приобретения контроля. Виды слияний и поглощений как операций приобретения контроля над фирмой. Финансовые способы защиты от враждебных поглощений. Анализ мотивов слияний и поглощений: с позиций теорий эффективности, с позиций диверсификации, с позиций агентской теории. Анализ доходности со стороны поглотителя и со стороны жертвы. «Вирусная гипотеза». Недружественные поглощения и проблема «безбилетника». Анализ операций покупки контроля с позиций эффектов синергии. Формы синергии в слияниях и поглощениях: операционная, управленческая и финансовая синергия.

Литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов. Олимп-Бизнес. 1997. Гл. 33.
2. Росс, С. Основы корпоративных финансов. БИНОМ. 2000. Гл. 20.
3. Модильяни, Ф., Миллер, М. Сколько стоит фирма? М.: Дело. 1999.
4. Рэй К. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками. М.: Дело. 1999

Тема 14. Слияния и поглощения (M&A): финансовые аспекты

Введение в операции слияния и поглощения. M&A и экономика: причины и последствия волн слияний; влияние слияний на конкурентную среду. Тенденции развития M&A. Роль инвестиционных банков, финансовых и юридических консультантов в процессе M&A.

Типология сделок: через акционерный капитал, только активы, прочие. Мотивация сделок: предполагаемая синергия (финансовая, операционная, налоговая), географическое расширение, вертикальная интеграция. Результаты слияний и поглощений для акционеров участвующих компаний. Политика M&A в контексте стратегии развития компании.

Международные слияния и поглощения: ключевые аспекты и отличия от локальных сделок.

Применение методов дисконтированных денежных потоков (DCF) и сравнительных методов (multiples) в практике M&A. Основные этапы оценки стоимости в процессе сделки. Источники «создаваемой» стоимости (value drivers): учет денежных потоков, стоимости капитала, изменения финансовых показателей. Источники синергии. Источники информации, необходимые для проведения оценки сделки. Финансовое моделирование в процессе анализа и оценки сделки: типы моделей (accretion/dilution), расчет показателей EPS и P/E новой компании. Критерии и процедуры оценки эффективности сделки после ее завершения по результатам работы новой компании.

Обзор структуры сделки и процесса ее выполнения. Подготовительные материалы и документы. Процесс подачи заявки на покупку в случае публично-торгуемых компаний. Аспекты M&A транзакции. Реструктуризация корпоративного контроля. Юридическая и финансовая проверки (due diligence). Переговорный процесс. Финансирование и рефинансирование. Аспекты корпоративного управления и корпоративной этики.

Влияние аспектов, связанных с финансовой отчетностью, налогами и законодательством на сделки M&A.

Стратегические альянсы, совместные предприятия как часть стратегии развития и роста компании. Виды альянсов и партнерств: СП, equity-based partnerships, лицензирование. Сетевые и франчайзинговые альянсы.

Реструктуризация компании как рост или выход. Выделение самостоятельных подразделений (spin-offs, divestments), Критерии выделения

самостоятельных бизнес-единиц. Расщепление капитала. Реорганизация при банкротстве. Максимизация доходов акционеров при реструктуризации.

Литература:

1. Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М: Альпина Бизнес Букс, 2004. Гл. 1, 4.

1. Крупнейшие слияния и поглощения в 2005 году, ежемесячный аналитический журнал «Слияния и поглощения» (<http://www.ma-journal.ru/>)

1. Фостер Рид Стэнли, Лажу Александра Рид. Искусство слияний и поглощений. М: Альпина Бизнес Букс, 2004. Гл. 5-9.

2. М&А технологии // Слияния и Поглощения. 2004-2006. (<http://www.ma-journal.ru/>)

Контрольные вопросы для подготовки к зачету

1. Определение ценной бумаги в соответствии с Гражданским кодексом РФ, Федеральным законом от 26.04.1996г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

2. Основные функции фондового рынка и его место в финансовой системе современной экономики.

3. Виды ценных бумаг, допущенных к обращению на российской фондовой бирже.

4. Классификация ценных бумаг.

5. Виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

6. Брокерская деятельность: определение, требования к брокерам, договор на предоставление брокерских услуг, маржинальное кредитование.

7. Дилерская деятельность: определение, требования к дилерам, конфликт интересов при осуществлении брокерской и дилерской деятельности.

8. Деятельность по доверительному управлению ценными бумагами. Последствия приобретения управляющим ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов, клиенту, не являющимся квалифицированным инвестором.

9. Деятельность по ведению реестра. Возможности ведения реестра акционеров эмитентом.

10. Клиринговая деятельность. Возможность совмещения клиринговой деятельности с иной профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг.

11. Депозитарная деятельность. Расчетные депозитарии и депозитарии кастодианы. Депозитарный договор и открытие счета депо.

12. Деятельность по организации торговли ценными бумагами: обязательные требования к операциям с ценными бумагами, их обращению. Крупнейшие российские фондовые биржи ММВБ и РТС.

13. Биржевая торговля: фондовый рынок, валютный рынок, рынок государственных бумаг, срочный рынок, товарный рынок.

14. Режимы торгов по ценным бумагам на фондовой бирже. Виды аукционов при торгах на фондовой бирже.
15. Листинг ценных бумаг и котировальные списки на бирже.
16. Участники торгов: уполномоченные трейдеры и маклеры. Заявки на заключение сделок.
17. Возможности бирж по ограничению манипулирования ценами в ходе торгов.
18. Государственное регулирование рынка ценных бумаг: основные механизмы.
19. Лицензирование деятельности профессиональных участников и установление стандартов их деятельности.
20. Государственная регистрация выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг и регистрация проспекта эмиссии.
21. Государственная регистрация отчета об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.
22. Содержание проспекта эмиссионных ценных бумаг. Роль эмитента, аудиторов и оценщиков в составлении проспекта.
23. Контроль за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в проспектах эмиссии.
24. Система защиты прав владельцев ценных бумаг, раскрытие информации, недопущение использования служебной информации,
25. Условия по приостановке обращения ценных бумаг.
26. Органы государственного регулирования рынка ценных бумаг.
27. Саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг, их роль в регулировании фондового рынка. НАУФОР.
28. Основные индексы современных фондовых рынков в России, США, европейских странах.
29. Международные рейтинговые агентства. Показатели, учитываемые при составлении рейтинга компании.
30. Методы оценки стоимости активов. Метод дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости облигаций и акций.
31. Фундаментальный и технический анализ стоимости ценной бумаги.
32. Метод дисконтирования денежного потока и его использование при определении цены облигации и акции.
33. Технический анализ и его аксиомы. Линии поддержки и сопротивления трендов. Японские свечи.
34. Оценка доходности (ожидаемая доходность) и риска (среднеквадратичное отклонение) ценной бумаги. Коэффициент вариации.
35. График доходность-риск для портфеля из двух ценных бумаг (в зависимости от показателя их корреляции). График среднеквадратичного отклонения в зависимости от числа акций в портфеле и корреляции акций, входящих в портфель.
36. Выбор оптимального портфеля на рынке. Модель оценки доходности финансовых активов. Безрисковый актив и его комбинирование с рыночным портфелем. Линия рынка капитала. β – коэффициент.

Критерии оценки знаний, умений и навыков студента

Итоговой формой контроля знаний, умений и навыков по дисциплине является экзамен. Зачет проводится по билетам, содержащим два вопроса по всему курсу – теоретический и практический, позволяющий оценить знания студентом текущей ситуации на фондовом рынке.

Оценка знаний студентов производится по следующим критериям:

- **«зачет»** выставляется студенту, если он твердо знает материал, грамотно и по существу излагает его, не допуская существенных неточностей в ответе на вопрос, правильно применяет теоретические положения при решении практических вопросов и задач, владеет необходимыми навыками и приемами их выполнения, понимает текущую ситуацию на фондовом рынке и может определить основные движущие факторы;

- **«незачет»** выставляется студенту, который не знает значительной части программного материала, допускает существенные ошибки, не справляется с выполнением практических задач.

План занятий подготовлен доктором экономических наук, профессором Российской академии государственной службы при Президенте РФ Астаповым Кириллом Леонидовичем

Заместитель начальника отдела Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации

Ast_K@mail.ru (e-mail)

903 977 0909 (моб.)

495 735 8486 (дом.)