

**КАЗАНСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ИНСТИТУТ УПРАВЛЕНИЯ, ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВ**

Кафедра финансов организации

А.Б. АНКУДИНОВ

ФИНАНСЫ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Методическая разработка

**для проведения семинарских и практических занятий,
организации самостоятельной работы**

Направление 38.03.01
Профиль
Квалификация (степень)

Экономика
Финансы и кредит
Бакалавр

Казань – 2015

*Принято на заседании кафедры финансов организации
Протокол № 12 от 15 апреля 2015 года*

Рецензент:

кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансов организации КФУ **Д.Ш.Усанова**

Анкудинов А.Б.

Финансы публичных компаний / А.Б. Анкудинов. – Казань: Казан. ун-т, 2015. – 53 с.

Курс «Финансы публичных компаний» представляет собой развитие и углубление базового курса финансов организаций с акцентом на управление финансами современных корпораций, акции которых котируются на открытых рынках. Существенное внимание уделяется изучению методологических основ принятия управленческих решений в области корпоративных финансов в рамках основных теорий корпоративного управления, особенностям анализа эффективности корпоративных инвестиционных проектов с точки зрения максимизации акционерной стоимости, месту и роли реальных опционов в управлении финансами публичной компании, методам и инструментам краткосрочного и долгосрочного финансирования, управлению стоимостью и структурой капитала, дивидендной политике публичных компаний, финансовым основам корпоративных реорганизаций.

Методическая разработка включает: вопросы для обсуждения, вопросы, подлежащие самостоятельной проработке студентами, контрольные вопросы, практические задания, вопросы и задания для самостоятельной работы, задания для индивидуального самостоятельного выполнения, список литературы и перечень материалов для изучения по каждой теме, а также глоссарий.

The course of publicly traded corporations' finance represents an extension of the fundamentals of corporate finance with an emphasis on financial management of joint stock public companies. Increased focus is implemented on the basic methodology of managerial decision-making in the context of major corporate governance theories as well as on special aspects of capital budgeting as a tool of shareholder value maximization. Real options in corporate financial management, short-term and long-term financing, capital structure and dividend policy of publicly traded companies as well as corporate mergers and acquisitions are also considered in some details. This students' manual has the form of a version of well-known in international educational activities document known as «Syllabus»; however, without reference to actual class schedule.

The manual includes discussion questions, review questions, problems, individual assignments, short cases as well as bibliography and a glossary.

© Анкудинов А.Б., 2015

© Казанский университет, 2015

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	4
Тема 1. Основные теории корпоративного управления как методологический базис организации корпоративных финансов	7
Тема 2. Взаимодействие финансовых рынков с корпоративными управленческими решениями и финансовыми показателями деятельности публичной компании	11
Тема 3. Организация управления корпоративными финансами на основе критерия стоимости	13
Тема 4. Финансовая этика и корпоративная социальная ответственность как составные элементы управления корпоративными финансами	16
Тема 5. Прирост акционерной стоимости и инвестиционные решения корпорации	18
Тема 6. Опционы в корпоративных финансах.....	28
Тема 7. Долгосрочное финансирование публичной корпорации	31
Тема 8. Ливеридж, структура и стоимость капитала корпорации. Дивидендная политика корпорации.....	34
Тема 9. Краткосрочное финансирование и управление оборотным капиталом корпорации.....	38
Тема 10. Финансовые аспекты корпоративных реорганизаций	42
Глоссарий	44

ВВЕДЕНИЕ

Курс финансов публичных компаний представляет собой развитие и углубление базового курса финансов организаций с акцентом на управление финансами современных корпораций, акции которых котируются на открытых рынках. Кроме того, как более продвинутая дисциплина, данный курс рассматривает также методологические основы принятия управленческих решений в области корпоративных финансов в рамках основных теорий корпоративного управления.

Специфика дисциплины состоит, прежде всего, в ориентации на формирование у студентов комплексной, методологически непротиворечивой концепции организации и управления финансами современной публичной корпорации, оперирующей в условиях глобальных финансовых и товарных рынков, а также навыков практического применения современного инструментария управления финансами в целях максимизации акционерной стоимости и ценности для прочих корпоративных стейкхолдеров. Существенное внимание уделяется также изучению особенностей анализа эффективности корпоративных инвестиционных проектов с точки зрения максимизации акционерной стоимости, месту и роли реальных опционов в управлении финансами публичной компании, методам и инструментам краткосрочного и долгосрочного финансирования, управлению стоимостью и структурой капитала, дивидендной политике публичных компаний, финансовым основам корпоративных реорганизаций.

Предлагаемая методическая разработка представляет собой вариант известного в мировой образовательной практике документа под названием «Syllabus», однако без привязки к конкретным датам. При электронной рассылке методической разработки эта проблема легко устраняется.

Основная часть методической разработки включает: вопросы для обсуждения, вопросы, подлежащие самостоятельной проработке студентами, контрольные вопросы и задания, практические задания, задания для самостоятельной работы, список литературы и перечень материалов для изучения по каждой

теме. Кроме того, учебно-методический комплекс дисциплины содержит дополнительные материалы для самостоятельного изучения по отдельным темам курса, которые доступны на бумажном носителе и в электронном виде. При этом целью контрольных вопросов выступает, прежде всего, самоконтроль студентами уровня освоения и глубины понимания рассматриваемых в курсе проблем. Студентам рекомендуется проработать список вопросов, относящихся к каждой теме заблаговременно, чтобы, если им не удалось найти ответы на вопросы в материалах, заданных для самостоятельной проработки, задать соответствующие вопросы преподавателю.

Изучение вопросов, подлежащих самостоятельной проработке и выполнение заданий для самостоятельной работы носят обязательный характер. Вопросы для самостоятельной работы не являются обязательными для обсуждения в ходе аудиторного занятия; при этом преподаватель вправе поднять соответствующий вопрос для обсуждения в ходе семинарского занятия. Задания для самостоятельного выполнения включают элементы творческого характера; их выполнение направлено на развитие навыков самостоятельного осмысления рассматриваемых в конкретной теме проблем. Преподаватель вправе проконтролировать выполнение заданий для самостоятельной работы с выставлением оценки в текущий блок. Основным критерием оценки качества выполнения заданий выступает продемонстрированное студентом понимание методологии управления корпоративными финансами и способность на этой основе формировать аргументированные решения, подкрепленные, при необходимости, соответствующими расчетами.

Семинарские занятия по курсу проводятся в интерактивной форме; в ходе них преподаватель выступает в роли модератора, а также резюмирует результаты обсуждения. На практических занятиях отрабатываются навыки принятия управленческих решений в условиях динамично меняющегося состояния финансовых и продуктовых рынков.

В дополнение к основной части, методическая разработка содержит глоссарий. Приведенные в глоссарии определения используемых в курсе понятий и

терминов не являются всеобъемлющими и не претендуют на научную новизну. Однако они отражают устоявшиеся в научной литературе (в том числе зарубежной) трактовки и соответствуют контексту, в котором они использованы в курсе. Определения понятий, по содержанию которых ведутся острые научные дискуссии, в глоссарии не приводятся, а выступают предметом обсуждения в ходе интерактивной части занятий. При этом следует иметь в виду, что изучение глоссария, равно как и используемых в лекционном курсе лекций слайдов не заменяет подготовки к семинарским и практическим занятиям на основе полноценной проработки рекомендованных материалов.

ТЕМА 1. ОСНОВНЫЕ ТЕОРИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КАК МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЙ БАЗИС ОРГАНИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Понятие корпоративного управления и основные подходы к его определению.
2. Агентская теория корпоративного управления и проблема информанта прав заинтересованных сторон. Основная функция фирмы в рамках агентской теории.
3. Стейкхолдеры современной корпорации и основные подходы к их классификации.
4. Теория стейкхолдеров. Конкуренция между различными группами стейкхолдеров за контроль над корпорацией.
5. Нормативный и инструментальный подходы к стейкхолдерской теории.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение термина «корпоративное управление». Чем содержание данного понятия отличается от «управления корпорацией»?
2. Определите понятие «стейкхолдер». Какие подходы существуют к определению круга корпоративных стейкхолдеров?
3. Сформулируйте основные положения агентской и стейкхолдерской теорий корпоративного управления.
4. В чем заключается основная функция фирмы в рамках агентской и стейкхолдерской теорий?
5. В чем заключается суть нормативного и инструментального подходов к стейкхолдерской теории? Возможно ли их сочетание?
6. Охарактеризуйте основные барьеры, препятствующие достижению эффективного баланса между интересами акционеров и менеджмента.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Проведите сравнительный анализ «англо-американской» и «японо-германской» моделей корпоративного управления с точки зрения рентабельности собственного капитала и прироста акционерной стоимости. Какой из этих подходов наиболее близок акционерным компаниям в переходной экономике? Аргументируйте свою позицию.

2. Вновь назначенный советник председателя совета директоров публичной компании предлагает ввести в состав совета директоров представителей нефинансовых стейкхолдеров. Сформулируйте свою реакцию на это предложение а) как акционера; б) как исполнительного вице-президента. Какие стейкхолдерские группы «заслуживают», по Вашему мнению, представительства в совете директоров?

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Контрактная теория корпоративного управления. Явные и неявные, полные и неполные контракты.

2. Корпорация как билатеральная система контрактов в рамках агентской модели. Система корпоративного управления как взаимосвязь внешних и внутренних механизмов, призванных контролировать деятельность менеджмента для целей максимизации благосостояния акционеров.

3. Корпорация как мультилатеральная система контрактов в рамках теории стейкхолдеров. Конкуренция между различными группами стейкхолдеров за контроль над корпорацией.

4. Возможность достижения компромисса между агентским и стейкхолдерским подходами в корпоративном управлении.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение квазиинтересов. Почему конкуренция корпоративных стейкхолдеров за квазиинтересов носит объективный характер?

2. Охарактеризуйте специфику распределения рисков публичной компании.

3. В чем заключается суть контрактной теории фирмы? Дайте определения явного и неявного, полного и неполного контрактов.

4. Охарактеризуйте корпорацию в рамках теории стейкхолдеров как мультилатеральную систему контрактов.

5. Почему обеспечение Парето-эффективного равновесия между интересами стейкхолдеров выступает необходимым условием максимизации благосостояния акционеров?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Сформулируйте отличия теории корпоративных финансов, базирующейся на классическом фундаменте агентских отношений от теории, опирающейся на «стейкхолдерский» подход.

2. В соответствии с концепцией фирмы как сети полных контрактов, в условиях конкурентных рынков факторов производства, NPV для всех стейкхолдеров (отличных от акционеров) равно 0. Единственными претендентами на остаточный доход (доход, получаемый как разность валовой выручки фирмы и издержек оплаты всех заключенных контрактных обязательств) являются акционеры, поэтому акционеры обеспечиваются правами контроля для принятия решений (остаточные требования прочих стейкхолдеров могут быть заменены полным контрактом). В такой ситуации интересы «неакционеров» защищены лучше: они имеют фиксированные требования (закрепленные в контрактах). Как, по Вашему мнению, можно «уравновесить» положение акционеров и «неакционеров», и нужно ли это делать?

3. В рамках концепции фирмы как сети контрактов, среди которых есть эксплицитные (явные) и имплицитные (неявные) контракты, стороны неполных контрактов для защиты своих интересов наделяются определенными правами, в том числе и правами конечного контроля. Однако при этом возникает «множественность центров власти», что означает, что цели, стратегии и действия компании зависят от множества стейкхолдеров, являются результатом согласо-

ния их интересов. Возможен ли в такой ситуации компромисс между разнонаправленными интересами различных групп финансовых и нефинансовых стейкхолдеров?

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б. Основы корпоративных финансов: опорный конспект лекций. – Казань: КГФЭИ, 2013. – Гл. 1.

2. Анкудинов А.Б., Гизатуллин А.В. Актуальные теории корпоративного управления: пособие для самостоятельной работы по курсу «Финансы корпораций» к теме 1 «Корпоративная форма организации бизнеса и корпоративное управление» – Казань: КГФЭИ, 2008.

3. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл.1,34(4).

4. Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. Сер.8. – 2005. – №8. – с. 123-140.

5. Милгром, П., Робертс, Дж. Экономика, организация и менеджмент / Пер. с англ. – СПб. Экономическая школа, 1999, т.1, с. 292-296

6. Мусаева А.М. Контрактные отношения в системе отношений собственности // Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал. – 2008. - № 4. – с. 96-99

7. Скоробогатов А.С. Институциональная экономика. Курс лекций. – СПб филиал ГУ-ВШЭ, 2006, - 160с.

8. Тамбовцев В.Л. Стейкхолдерская теория фирмы в свете концепции режимов собственности // Российский журнал менеджмента. – 2008. – Том 6. № 3. – с.3-26.

9. Шаститко А. Неполные контракты: проблемы определения и моделирования // Вопросы экономики. – 2001. - № 6. – с. 80-99.

ТЕМА 2. ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ С КОРПОРАТИВНЫМИ УПРАВЛЕНЧЕСКИМИ РЕШЕНИЯМИ И ФИНАНСОВЫМИ ПОКАЗАТЕЛЯМИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Управление восприятием финансовым рынком ценных бумаг и корпоративных рисков компании, как методологическая основа управления корпоративными финансами.

2. Финансовые и нефинансовые факторы и драйверы создания акционерной стоимости.

3. Понятие рыночной эффективности. Виды и формы рыночной эффективности. Дискуссионные вопросы концепции рыночной эффективности.

4. Влияние уровня эффективности финансовых и продуктовых рынков на управленческие решения в области корпоративных финансов.

5. Влияние несовершенств рынка капитала на инвестиционные и финансовые драйверы создания акционерной стоимости. Использование инструментов финансового сигнализирования как драйверов создания акционерной стоимости.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия эффективности рынка капиталов. Какие виды эффективности рынка капиталов Вы знаете? Какие условия должны выполняться для обеспечения информационной эффективности рынка? Почему?

2. Какие виды эффективности продуктовых рынков Вы можете назвать? Сравните эффективность продуктовых и финансовых рынков.

3. Какую роль играет рынок капиталов в управлении финансами публичной компании? Какую роль играет в этом процессе эффективность рынка капиталов?

4. Дайте определения форм рыночной эффективности? Какая форма реализуется, по Вашему мнению, на отечественном фондовом рынке? Возможна ли, по Вашему мнению, сильная форма эффективности на практике?

5. Следует ли из гипотезы рыночной эффективности невозможность увеличения стоимости публичной компании за счет операций ее менеджмента на финансовом рынке? Почему?

6. Представьте себя в роли корпоративного финансового менеджера. Какую форму эффективности финансового рынка Вы предпочтете? Почему?

7. Представьте себя в роли менеджера, управляющего инвестиционным портфелем негосударственного пенсионного фонда. Какую форму эффективности финансового рынка Вы предпочтете? Почему?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Уоррен Баффет известен не только умопомрачительными успехами на фондовом рынке и способностью регулярно «переигрывать» последний, но и упорным отрицанием эффективности финансового рынка, как явления. Прокомментируйте утверждение, что Баффет является живым опровержением гипотезы эффективных рынков.

2. Из трех видов эффективности – информационной, распределительной и операционной, в корпоративных финансах основное внимание уделяется именно первой. С чем, по Вашему мнению, это связано?

3. Приведите известные Вам свидетельства в пользу эффективности фондового рынка. Какие еще рынки демонстрируют высокую степень информационной эффективности?

4. Приведите и критически проанализируйте известные Вам «рыночные аномалии».

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б. Основы корпоративных финансов: опорный конспект лекций. – Казань: КГФЭИ, 2013. – Гл. 2.

2. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 13,14,15,29.

3. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Гл. 1,14.

4. Лебедев О. В. Концепция рыночной эффективности: теоретическое и эмпирическое обоснование и роль в создании стоимости // Корпоративные финансы. – 2011. – № 2 (18) . – с. 82-91.

5. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 7.

6. Пайк, Р., Нил, Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 2.

ТЕМА 3. ОРГАНИЗАЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ НА ОСНОВЕ КРИТЕРИЯ СТОИМОСТИ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Экономическая природа, содержание и критерии эффективности управления публичной корпорацией, ориентированного на создание акционерной стоимости (ценности).

2. Финансовый инструментарий управления на основе критерия стоимости (ценности).

3. Стейкхолдерско-агентский подход к ценностно-ориентированному управлению финансами публичной компании.

4. Индикаторы (метрики) создания акционерной стоимости. Показатели, реализующие концепции бухгалтерского (финансового) учета и денежных потоков.

5. Индикаторы, основанные на показателях рыночной стоимости и проблемы их применения.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте процесс создания акционерной стоимости (ценности) как объект управления.

2. Охарактеризуйте стейкхолдерско-агентский подход к ценностно-ориентированному управлению финансами публичной компании.

3. Дайте определения фактора и драйвера стоимости.

4. Перечислите известные Вам учетные индикаторы создания стоимости, укажите их преимущества и ограничения.

5. Охарактеризуйте рыночные показатели создания акционерной стоимости и укажите основные проблемы, связанные с их использованием на практике.

Задания для самостоятельной работы

1. Проанализируйте алгоритмы расчета показателей рентабельности собственного капитала (Return on Equity – ROE), рентабельности чистых активов (Return on Net Assets – RONA), рыночной добавленной стоимости (Market Value Added – MVA), полной акционерной доходности (Total Shareholder Return – TSR) с позиций их применения в управлении корпоративными финансами в рамках агентского подхода.

2. Выполните эссе на тему «Возможна ли альтернатива созданию акционерной стоимости как цели управления коммерческой организации?»

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Показатели остаточного дохода. Сущность и необходимость расчетных показателей прироста акционерной стоимости публичной компании.

2. Основы расчета и применения показателей экономической добавленной стоимости (EVA) и экономической прибыли (EP) в управлении корпоративными финансами.

3. Проблемы внедрения управления на основе критерия экономической добавленной стоимости и экономической прибыли.

4. Финансовая составляющая компенсационных планов менеджеров на основе ценностно-ориентированных критериев.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте показатели остаточного дохода. На каких финансовых концепциях они базируются?

2. Дайте определение показателя экономической добавленной стоимости. Опишите алгоритм его расчета.

3. Какие проблемы организации управления на основе критерия экономической добавленной стоимости Вам известны?

4. Каким образом строятся компенсационные планы менеджеров на основе ценностно-ориентированных критериев?

Задания для самостоятельной работы

1. Проанализируйте алгоритмы расчета показателей экономической добавленной стоимости (Economic Value Added – EVA), акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added – SVA), рыночной добавленной стоимости (Market Value Added – MVA) с позиций их применения в управлении корпоративными финансами в рамках агентского подхода.

2. Проанализируйте возможности применения показателя экономической добавленной стоимости в управлении корпоративными финансами в рамках стейкхолдерской модели.

3. Выполните обзор эмпирической литературы посвященной анализу эффективности показателя экономической добавленной стоимости (EVA) как индикатора создания акционерной стоимости и информационного контента данного показателя по отечественному рынку.

4. На основании самостоятельно подобранной финансовой отчетности отечественной публичной компании за три года рассчитайте показатели экономической добавленной стоимости (EVA) по годам, проанализируйте динамику этого показателя в сравнении с динамикой показателя чистой прибыли на акцию.

Рекомендуемая литература

1. Валдайцев, С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: учебник. – М.: Юнити, 2001.

2. Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. – СПб.: Издательский дом Санкт-Петербургского государственного университета, 2006.

3. Когденко, В.Г., Мельник, М.В. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012.

4. Коупленд, Т., Коллер, Т., Муррин, Дж.. Стоимость компании: оценка и управление: учебник. / Пер. с англ., 3-е издание, перераб. и доп. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.

5. Коупленд, Т., Долгофф, Л. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании. / Пер. с англ. – М.: Эксмо-Пресс, 2009.

6. Эшуорт, Г., Джеймс, П. Менеджмент, ориентированный на ценность: как обеспечить ценность для акционеров. / Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2006.

ТЕМА 4. ФИНАНСОВАЯ ЭТИКА И КОРПОРАТИВНАЯ СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ КАК СОСТАВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Корпоративная финансовая этика и социальная ответственность в контексте стейкхолдерской модели корпоративного управления.

2. Инструментальный и нормативный подходы к стейкхолдерской теории, корпоративной финансовой этике и корпоративной социальной ответственности.

3. Сигнальная (репутационная) теория и теория (не)достаточности ресурсов как альтернативные теоретические подходы к обоснованию взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компании.

4. Противодействие злоупотреблению информационной асимметрией и экспроприации квазирент как основной элемент корпоративной финансовой этики. Корпоративная финансовая этика и корпоративная прозрачность.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия корпоративной финансовой этики и корпоративной социальной ответственности (корпоративной социальной деятельности).

2. Сформулируйте инструментальный и нормативный подходы к стейкхолдерской теории, корпоративной финансовой этике и корпоративной социальной ответственности.

3. Сформулируйте основные положения и аргументы сигнальной (репу-

тационной) теории и теории (не)достаточности ресурсов как альтернативных теоретических подходов к обоснованию взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компании.?

4. Почему стейкхолдерская ценность рассматривается как средство повышения эффективности компании в рамках инструментального подхода?

5. Почему противодействие злоупотреблению информационной асимметрией и экспроприации квазиаренды рассматривается как основной элемент корпоративной финансовой этики?

6. В чем заключается взаимосвязь корпоративной финансовой этики и корпоративной прозрачности?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Стейкхолдерская ценность как средство повышения эффективности компании в рамках инструментального подхода.

2. Внутренняя ценность стейкхолдеров как конечная цель в рамках нормативного подхода.

3. Проанализируйте основные положения научной дискуссии о содержании стейкхолдерских «стейков».

Рекомендуемая литература

1. Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. – 2005. Вып. 1. – № 8. – с. 123-140.

2. Мусаева А.М. Контрактные отношения в системе отношений собственности // Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал. – 2008. – № 4. – с. 96-99.

3. Тамбовцев В.Л. Стейкхолдерская теория фирмы в свете концепции режимов собственности // Российский журнал менеджмента. – 2008. – Том 6. № 3. – с.3-26.

4. Шаститко А. Неполные контракты: проблемы определения и моделирования // Вопросы экономики. – 2001. - № 6. – с. 80-99.

ТЕМА 5. ПРИРОСТ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ И ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ КОРПОРАЦИИ (4 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Специфика инвестиционных решений публичной компании. Использование рыночных оценок корпоративных активов.
2. Основные принципы и правила формирования денежных потоков в форме, пригодной для анализа.
3. Основные критерии отбора инвестиционных проектов: чистой приведенной стоимости, внутренней нормы доходности, индекса доходности, средней нормы прибыли на инвестицию, срока окупаемости инвестиций. Преимущества и недостатки этих методов.
4. Анализ взаимоисключающих (альтернативных) проектов. Анализ проектов различной продолжительности.
5. Выбор инвестиционных проектов при лимитированном объеме финансовых ресурсов.
6. Инвестиционные решения, связанные с заменой оборудования.

Практическое задание для аудиторной работы

Необходимо проанализировать инвестиционную привлекательность следующего проекта. Проживающий в подмосковном наукограде N профессор M, лауреат Государственной премии СССР за 1983 г., крупный специалист в области сплавов из цветных металлов, выполняя исследования по своей основной работе в НПО «XXX», неожиданно для себя самого разработал сплав, который превосходит по своим качествам все известные на данный момент материалы, применяемые при протезировании зубов. Профессор рассматривает два варианта использования своего открытия: начать производство зубопротезных отливок самому, либо махнуть на него рукой и забыть. Однако в последнем случае профессору придется забыть и о перспективе покупки автомобиля Фольксваген за 1 млн. руб., к которому профессор давно присматривается. При этом под-

держивать свой технологический приоритет в данном направлении в дальнейшем профессор М вряд ли сможет, так как его исследования в НПО «XXX» имеют оборонную направленность. Вам необходимо выступить в роли финансовых консультантов и помочь маститому ученому прийти к обоснованному инвестиционному решению.

К моменту обращения к финансовым консультантам профессором собрана следующая информация относительно данного проекта.

Операционная составляющая проекта

На изготовление опытного образца, получение необходимых гигиенических сертификатов и анализ рынка к настоящему времени затрачено 100 тыс. руб. Прогнозный объем продаж – 3 млн. руб. в год, расходы (без амортизации) – 1 млн. 600 тыс. руб. в год.

Необходимые инвестиции в основной капитал – литейное оборудование и капитальный ремонт помещения – составят, в соответствии с представленной профессором сметой, 1 млн. 800 тыс. руб. и в силу уникальности оборудования ликвидационной стоимости иметь не будут. Амортизация – линейная. Кроме того, по оценкам профессора, изделия из его сплава будут с высокой степенью вероятности превосходить зарубежные аналоги в течение трех лет. Проект потребует инвестиций в оборотный капитал в размере 200 тыс. руб. в начале первого года реализации проекта, 50% из которых будут возмещены по окончании срока его экономической жизни. Осуществление проекта не повлечет изменения текущих доходов профессора М от его основной деятельности; однако ему придется отказаться от выполнения заказа одного из специализированных издательств на публикацию справочника по сплавам из цветных металлов, что принесло бы ему через два года 400 тыс. руб. после уплаты налогов.

Проект может быть реализован в рамках специально учреждаемого профессором М для этих целей ООО «Зуб Подмосковья», уплачивающего налог на прибыль по ставке 20%.

Финансирование проекта

К настоящему моменту личные сбережения профессора, которые он готов потратить на реализацию проекта, составляют 500 тыс. руб. Профессор пытался получить в N-ском отделении Промбанка кредит в размере полутора миллионов рублей на реализацию проекта ООО «Зуб Подмосковья», однако ему было отказано в силу отсутствия у общества достаточного количества ликвидных активов для обеспечения кредита. В то же время в банке предложили взять кредит профессору лично под залог принадлежащей ему квартиры под 16% годовых. В силу высоких операционных и финансовых рисков проекта профессор оценивает стоимость собственного капитала в текущих условиях в 60%.

Необходимо совместно с профессором рассчитать чистую приведенную стоимость (NPV) и внутреннюю норму доходности (IRR) проекта и аргументировано объяснить результаты анализа человеку, не имеющему экономической подготовки. Как изменится результат, если ООО «Зуб Подмосковья» все же удастся привлечь кредит для реализации проекта, но уже под 20% годовых?

Контрольные вопросы

1. В чем Вы видите условность критериев оценки инвестиционной привлекательности проектов? Каковы, на Ваш взгляд, слабые и сильные стороны ориентации на формальные методы оценки?

2. Как могут быть классифицированы критерии оценки инвестиционных проектов? Можно ли ранжировать критерии оценки проектов по степени их предпочтительности?

3. Аргументируйте необходимость учета эффекта каннибализации и издержек упущенных возможностей при оценке денежных потоков от реализации инвестиционного проекта.

4. Докажите, что методы расчета NPV и IRR всегда ведут к одному и тому же решению для независимых проектов.

5. Какой критерий позволяет выстраивать проекты по величине отдачи с рубля инвестиций?

6. Критически проанализируйте преимущества и недостатки основных методов анализа инвестиционной привлекательности проектов.

7. Какое значение имеет в инвестиционном анализе ставка реинвестирования доходов?

8. Теоретически все проекты с положительными NPV должны быть обеспечены достаточным финансированием. В чем причины лимитирования капитала на практике?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Ваш руководитель настаивает на необходимости учета выплат в погашение кредита, привлеченного для финансирования проекта при расчете чистых денежных потоков для целей дисконтирования. Какими аргументами Вы можете его (ее) разубедить?

2. Предприятие рассматривает возможность замены оборудования, которое было приобретено 5 лет назад за 10 млн. руб. Техническое состояние оборудования позволяет эксплуатировать его еще 5 лет, после чего оно будет списано, а выпуск производимой на нем продукции прекращен. Новое оборудование позволит сократить переменные издержки на 7.9 млн. руб. в год, постоянные (без учета амортизации) – на 300 тыс. руб. в год. Стоимость нового оборудования – 20 млн. руб., нормативный срок его эксплуатации – 10 лет. Однако, в связи с прекращением проекта через 5 лет, это оборудование будет продано, по оценкам, лишь за 6 млн. руб. Действующее оборудование сегодня может быть продано по остаточной стоимости. Предприятие использует линейный метод начисления амортизации.

Для финансирования инвестиций в рассматриваемый проект предприятие предполагает привлечь банковский кредит в размере 8 млн. руб. под 17% годовых. Остальная часть потребности в финансировании проекта будет покрыта за счет собственного капитала предприятия, стоимость которого, по экспертным оценкам, составляет 40%. Структура финансирования проекта соответствует структуре капитала организации.

Необходимо оценить экономическую эффективность проекта, если ставка налога на прибыль – 20%.

3. Оцените экономическую эффективность проекта по строительству аквапарка при следующих данных.

Нулевой цикл строительства начнется сразу после принятия решения об инвестициях в проект и продлится 1 год, его стоимость – 50 млн. руб. В течение второго года планируется возвести сами здания, в течение третьего – установить оборудование. Проектная стоимость зданий составляет 300 млн. руб., оборудование оценивается в 250 млн. руб. (все платежи имеют место в конце соответствующего года). Предполагается, что через три года аквапарк примет первых посетителей.

Срок службы подобных аттракционов в соответствии с мировой практикой составляет 20 лет, однако через десять лет после начала эксплуатации обычно требуется капитальный ремонт оборудования и помещений, что повлечет дополнительные капитальные расходы в размере 50 млн. руб. и остановку работы аквапарка на 1 год.

Предполагается использовать линейный метод начисления амортизации, при этом по окончании срока реализации проекта остаточная стоимость возведенных сооружений в силу специфичности их конструкции предполагается нулевой. Тем не менее, предполагается, что отдельные части оборудования можно будет продать ориентировочно за 50 млн. руб.

Годовая выручка от реализации проекта предполагается в размере 90 млн. руб., переменные затраты – 3 млн. руб., постоянные затраты (исключая амортизацию) – 20 млн. руб.

Для реализации проекта предполагается привлечь краткосрочный кредит под 20% годовых, в то же время средний возврат на средства, вложенные в подобные рискованные проекты, по экспертным оценкам должен составлять не менее 40% годовых. Налогообложение доходов предприятия предполагается по упрощенной схеме в размере 6% от выручки.

Рекомендуемая литература

1. Бирман, Г., Шмидт, С. Экономический анализ инвестиционных проектов. / Пер. с англ. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – Части I, II.
2. Брейли Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 9,10,11.
3. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Часть II.
4. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 5-8.
5. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: БИНОМ, 2011. – Часть IV.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Рыночные оценки корпоративных активов, как основа принятия инвестиционных решений: практическая иллюстрация.
2. Источники корпоративных проектов с положительными NPV (чистыми приведенными стоимостями).
3. Необходимость учета риска индивидуальных инвестиционных проектов компании.
4. Дерево решений и его анализ.
5. Метод коррекции ставки дисконтирования на риск.
6. Оценка ставки рыночной капитализации публичной компании. Использование модели CAPM.

Практические задания для аудиторной работы

1. Необходимо рассмотреть инвестиционный проект сетевого ритейлера по строительству супермаркета в районе массовых новостроек и идентифици-

ровать источники положительного NPV проекта, если таковой будет получен по результатам расчетов.

Анализ информации о состоянии рынка показал, что другие, в том числе более крупные сетевые ритейлеры осваивать район в обозримом будущем не собираются, а торговля продуктами питания представлена лишь небольшими магазинчиками, открытыми 24 часа, да неорганизованным рынком на остановках транспорта. В соответствии со сметой, инвестиции в приобретение участка и строительство здания составят 300 млн. руб., в оборудование и оборотный капитал – 50 млн. руб. Срок экономической жизни проекта определен в 10 лет: менеджеры справедливо полагают, что через 10 лет расширение города в данном направлении привлечет крупных конкурентов, и преимущества эксклюзивности супермаркета будут потеряны. В то же время, проанализировав тенденции на рынке торговой недвижимости города, менеджеры пришли к выводу, что на ближайшие 10 лет темпы роста рыночных цен составят 15% в год. Другими словами, цена данной недвижимости через 10 лет составит $300 \times (1 + 0.15)^{10} = 1214$ млн. руб. Возмещения инвестиций в оборотный капитал и поступлений от продажи торгового оборудования по завершении проекта не ожидается. Чистые денежные потоки от реализации проекта составят 40 млн. руб. в год; стоимость капитала – 20%.

2. Необходимо построить дерево решений и обосновать инвестиционное решение относительно обновления парка трейлеров.

Региональное предприятие производит национальные колбасные изделия и доставляет их своим транспортом в другие регионы и страны ближнего и дальнего зарубежья, где существуют значительные татарские общины. Доставка осуществляется на трейлерах производства Минского и Камского автозаводов. Однако, в связи с вступлением ряда стран ближнего зарубежья в Европейский союз, возникает дополнительный риск: двигатели, установленные на трейлерах компании, не соответствуют экологическим требованиям Евросоюза. При этом экономический кризис практически не повлиял на рынок колбас; в то же

время цены на рынке грузовых автомобилей, как новых, так и подержанных, неуклонно снижаются.

У компании существует три альтернативы: не предпринимать ничего; заменить двигатели части имеющихся автомобилей на более экологичные (для некоторых моделей это возможно); продать, пока это возможно по приемлемой цене, часть имеющихся автомобилей и приобрести более современные модели. Дерево решений следует строить в расчете на один автомобиль.

На основании проведенного анализа получены следующие прогнозные данные:

Если не предпринимать ничего, то с 50-процентной вероятностью в течение ближайших шести месяцев будет введен запрет на въезд используемых компанией тягачей в ряд стран ближнего зарубежья. В результате компании придется срочно продавать автомобили, что, с учетом тенденции падения цен, принесет лишь \$60 тыс. за одну машину (с учетом налоговых эффектов). Однако, по оценкам консультантов, существует 50-процентная вероятность того, что вследствие экономического кризиса решение об изменении экологических стандартов будет отложено на неопределенно долгий срок. Тогда приведенный на конец первого года чистый денежный поток от эксплуатации одного автомобиля составит \$180 тыс.

Замена двигателей на новые агрегаты отечественного производства обойдется в \$24 тыс. на одну машину. При этом вероятность запрета на въезд автомобилей в зарубежные страны снизится до 10%.

Если продать проблемные трейлеры сегодня, то при текущих ценах можно выручить по \$130 тыс. за машину. Новый трейлер зарубежного производства обойдется в \$380 тыс. Однако его покупка позволит избежать использования дорогостоящих услуг зарубежных перевозчиков: холодильные установки зарубежных машин более надежны и поддерживают более стабильную температуру. Это позволит компании соблюсти требования Евросоюза относительно перевозки мясных продуктов и генерировать \$320 тыс. только за первый год эксплуатации каждого автомобиля (столь высокие денежные потоки за первый год

работы будут возможны в результате существенного повышения цены на продукцию и перевод ее в класс премиум). Однако это произойдет только в случае экономической стабилизации и, соответственно, увеличения спроса на продукцию предприятия, вероятность чего экспертами оценивается в 70%. Если же спад в экономике продлится, то с повышением цены придется повременить и с вероятностью в 30% денежный поток за первый год эксплуатации составит \$240 тыс.

Стабилизация экономики позволит рассчитывать на то, что в дальнейшем с вероятностью 40% спрос на продукцию предприятия сохранится, что даст компании чистый денежный поток, приведенный к концу второго года, в размере \$360 тыс. Однако выход из кризиса будет сопровождаться и обострением конкуренции на рынке мясопродуктов, что с вероятностью 60% приведет к падению приведенного денежного потока до \$260 тыс. на конец второго года. Затяжной экономический спад (вероятность которого, напомним, составляет 30%) поставит компанию перед тяжелым выбором: продолжать эксплуатацию автомобилей при прежних ценах на продукцию, что с вероятностью 80% принесет \$300 тыс. в расчете на один автомобиль и с вероятностью в 20% – \$200 тыс. (все потоки приведены к концу второго года эксплуатации), либо продать машины. Однако, в случае экономического спада цена машин на вторичном рынке упадет, как ожидается, до \$180 тыс.

Ставку дисконтирования следует принять равной 40% (компания не использует заемных средств).

Контрольные вопросы

1. В чем заключаются специфические особенности инвестиционных проектов публичных компаний с точки зрения создания акционерной стоимости?
2. Дайте определение экономической ренты. Какие виды экономических рент Вам известны? Какую роль они играют в принятии и обосновании корпоративных инвестиционных решений?
3. Каким образом учитывается рисковость корпоративных инвестиционных проектов в рамках классической модели финансового менеджмента? По-

чему необходимы дополнительные методы и приемы учета рисков отдельных корпоративных инвестиционных проектов?

4. Перечислите и дайте общую характеристику методов учета риска корпоративных инвестиционных проектов. Являются ли эти методы взаимоисключающими либо они дополняют друг друга?

5. Что представляет собой дерево решений? Каким образом дерево решений используется в управлении корпоративными финансами? Какие основные требования к нему предъявляются?

Задания для самостоятельной работы

Выполните задания № 1 и 2 на с. 284, 285 к главе 11 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Задание на индивидуальную самостоятельную работу по теме 5

Для гипотетической хозяйственной ситуации, связанной с необходимостью принятия коммерческой фирмой, некоммерческой организацией либо домохозяйством инвестиционного решения в условиях неопределенности, построить дерево решений и обосновать выбор инвестиционной альтернативы. При этом должны быть выполнены нижеследующие требования:

- должны быть выполнены основные правила построения дерева решений (Ли, Финнерти; с. 218);
- источники неопределенности должны быть идентифицируемы;
- события должны быть реалистичны и допускать экономическую интерпретацию; должны быть четко выделены и обозначены узлы выбора и узлы события;
- каждый вариант развития событий должен иметь стоимостную оценку;
- выбор предпочтительного варианта должен быть осуществлен на основе расчета его *ожидаемой денежной стоимости (Expected Monetary Value, EMV)*; при этом рассчитанные значения EMV должны быть числами одного порядка.

Критериями оценки качества выполнения индивидуального задания выступают соответствие построенного «дерева» перечисленным выше требованиям, наглядность представления и качество оформления, а также соблюдение установленных сроков представления задания на проверку.

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б. Основы корпоративных финансов: опорный конспект лекций. – Казань: КГФЭИ, 2009. – Гл. 3.
2. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 8,9,10,11.
3. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Гл. 3,9.
4. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 7,8.
5. Пайк, Р., Нил, Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 11,12.

Занятие 3

Защита заданий на самостоятельную работу по теме 5.

Занятие 4

Аудиторная контрольная работа по теме 5. Контрольная работа выполняется по вариантам и предусматривает решение различными методами задач по анализу инвестиционной привлекательности проектов.

ТЕМА 6. ОПЦИОНЫ В КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСАХ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Виды и экономическое содержание опционов. Рыночные и нерыночные опционы.

2. Оценка опционов. Цена и ценность опциона. Факторы, влияющие на ценность опциона.

3. Использование реальных опционов в корпоративных финансах.

4. Корпоративные инвестиционные проекты, содержащие опционы. Опционы на расширение и на прекращение проекта. Возможность выбора времени осуществления проекта.

Практическое задание

Хозяйственную ситуацию, описанную в практическом задании 2 к теме 5 следует рассмотреть в предположении, что в варианте с покупкой новых автомобилей дилер, наряду с базовым вариантом покупки, рассмотренным выше, предлагает предоставить следующий вариант: если покупатель соглашается приобрести автомобиль за \$380 тыс., то продавец принимает на себя обязательство через год выкупить этот автомобиль за базовую цену за вычетом амортизации, что составит \$300 тыс. Как изменится в этом случае решение задачи? К какому типу принадлежит реальный опцион? Какова его цена и ценность?

Контрольные вопросы

1. Дайте определение опциона. Какие виды опционов вам известны? Какую роль играют реальные опционы в корпоративных финансах?

2. Что представляет собой оценка опционов? В каких целях она осуществляется?

3. Что понимается под терминами стоимость, цена, ценность опциона? Являются ли эти термины равнозначными? Если да, то в каких случаях?

4. Под воздействием каких факторов формируется цена биржевого опциона? Какие из этих факторов релевантны для реальных опционов?

5. Дайте определения опционов на расширение и на прекращение проекта. Какие еще виды реальных опционов Вам известны?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Проведите сравнительный анализ модели опционного ценообразования Блэка-Шоулза и биномиального метода.

2. Выполните задание № 2 на с. 263 к главе 10 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

3. Выполните задания № 1 и 2 на с. 594, 595 к главе 22 книги Р.Брейли и С.Майерса «Принципы корпоративных финансов» 2008 г. издания (см. список рекомендуемой литературы).

Задание на индивидуальную самостоятельную работу по теме 6

Требуется «встроить» в одну или более ветвей дерева решений, построенного при выполнении индивидуального задания к теме 4 реальный опцион (опционы). Возможны опционы на расширение, на досрочное прекращение инвестиции, на отсрочку принятия решения и т.п. Должны быть обязательно определены: цена опциона (опционная премия), ценность опциона, дата (период) его исполнения. В пояснительной записке к заданию магистранту следует дать экономическую интерпретацию реального опциона, отразить его влияние на инвестиционную привлекательность проекта. При этом должны быть выполнены основные требования к построению дерева решений (см. тему 4). Опционы должны быть реалистичными и допускать экономическую интерпретацию; выбор предпочтительного варианта должен быть осуществлен на основе расчета его *ожидаемой денежной стоимости (EMV)*.

Критериями оценки качества выполнения индивидуального задания выступают соответствие построенного дерева решений с встроенным опционом перечисленным выше требованиям, наглядность представления и качество оформления, а также соблюдение установленных сроков представления задания на проверку.

Рекомендуемая литература

1. Анкудинов А.Б. Основы корпоративных финансов: опорный конспект лекций. – Казань: КГФЭИ, 2009. – Гл. 3.

2. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Раздел 10.3 и гл. 20,21,22,23.

3. Бриггем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Гл. 5.

4. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 10.

5. Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: учебно-практическое пособие. – М.: Дело, 2004. Гл.6.

6. Пайк, Р., Нил, Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 13.

ТЕМА 7. ДОЛГОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ПУБЛИЧНОЙ КОРПОРАЦИИ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Структура источников средств современной публичной компании. Источники средств долгосрочного назначения.

2. Состав и структура источников собственных средств.

3. Долевые частные ценные бумаги различных типов как инструменты формирования собственного капитала акционерной компании.

4. Размещение акций. Издержки размещения. Преимущественные права.

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте состав и структуру источников средств современной публичной компании. Какие источники средств относятся к внешним? Какие к внутренним?

2. Сформулируйте основную задачу управления финансированием компании.

3. Сформулируйте критерий (критерии) эффективности управления долгосрочными источниками финансирования.

4. Критически проанализируйте и проведите сравнение эффективности долевого и долгового финансирования компании.

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Инструменты формирования долгосрочного заемного капитала – долговые частные ценные бумаги. Виды облигаций.
2. Преимущества и недостатки долгового финансирования. Условия эмиссии облигаций.
3. Долгосрочные банковские ссуды, их преимущества и недостатки. Условия кредитования и погашения ссуд.
4. Арендное (лизинговое) финансирование. Экономическое содержание, преимущества и недостатки лизингового финансирования.
5. Расчет лизинговых платежей.

Контрольные вопросы

1. Критически проанализируйте и проведите сравнение эффективности облигационного и ссудного финансирования корпорации.
2. Дайте определение андеррайтера (инвестиционного банкира). Какую роль играет андеррайтер в финансировании публичных компаний?
3. Сформулируйте и проанализируйте преимущества и недостатки лизингового финансирования.
4. Опишите и критически проанализируйте известные Вам методы расчета лизинговых платежей.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Проанализируйте процедуру размещения долевых и долговых ценных бумаг компании, включая процедуру IPO.
2. Какую роль играют конвертируемые финансовые инструменты в долгосрочном финансировании?
3. В чем заключаются преимущества использования производных инструментов привлечения долгосрочного финансирования: преимущественных прав на покупку акций; варрантов; сделок своп?

4. Проведите сравнительный анализ преимуществ и недостатков банковского кредитования, выпуска облигаций и финансового лизинга, как источников долгосрочного финансирования. Результаты анализа оформите в виде таблицы.

5. Каким образом можно выполнить количественное сравнение эффективности ссудного и арендного финансирования?

Задание на индивидуальную самостоятельную работу по теме 7

Рассчитайте лизинговые платежи, величину возмещения стоимости имущества и комиссионное вознаграждение лизингодателя двумя методами: методом, основанным на последовательном определении возмещения стоимости имущества и комиссионного вознаграждения и методом, основанным на определении лизинговых платежей в целом по периодам.

Балансовая стоимость лизингового имущества на момент заключения договора лизинга задается преподавателем в зависимости от варианта студента; годовая норма амортизационных отчислений может быть принята равной одному из нижеперечисленных значений: 20%; 16,67%; 12,5%; 10%; 8,33%; 6,67%; 5%; 4%. Нормативный срок службы лизингового имущества рассчитывается студентами самостоятельно, срок действия договора лизинга следует принять на два года меньшим, чем нормативный срок службы имущества. Договор лизинга предусматривает выкуп лизингополучателем имущества по остаточной стоимости по окончании действия договора. Ставка комиссионного вознаграждения задается преподавателем в зависимости от варианта студента в пределах от 8% до 40%, и может быть дробной (например, 12,25%). Лизинговые платежи осуществляются поквартально. При расчете по первой методике возмещение стоимости лизингового имущества происходит долями, равными амортизационным отчислениям. НДС при расчетах не учитывается.

Результаты расчетов по каждой из методик должны быть представлены в виде электронных таблиц *Excel*, состоящих из пяти граф: номер платежа, остаточная стоимость имущества, возмещение стоимости имущества, комиссионное вознаграждение лизингодателя, лизинговый платеж.

Рекомендуемая литература

1. Об акционерных обществах: Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ // Справочно-правовая система «Гарант».
2. О финансовой аренде (лизинге): Федеральный закон от 29 октября 1998 г. N 164-ФЗ (ред. от 26 июля 2006 г.) // Справочно-правовая система «Гарант».
3. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ (ред. от 19 июля 2009 г.) // Справочно-правовая система «Гарант».
4. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Части IV, VII.
5. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Части III и IV.
6. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Часть VI.
7. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: БИНОМ, 2011. – Часть VI.

ТЕМА 8. ЛЕВЕРИДЖ, СТРУКТУРА И СТОИМОСТЬ КАПИТАЛА КОРПОРАЦИИ. ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОРПОРАЦИИ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Оценка стоимости основных составляющих долгосрочного капитала. Факторы, влияющие на стоимость источников капитала.
2. Средневзвешенная и предельная (маржинальная, приростная) стоимости капитала. Расчет средневзвешенной стоимости капитала.
3. Связь стоимости и структуры капитала фирмы. Теории структуры капитала: традиционный подход и теория Модильяни-Миллера.

4. Финансовый леверидж и структура капитала. Факторы, влияющие на формирование структуры капитала. Оптимизация структуры капитала.

Практическое задание для аудиторной работы

Намыкавшись по студенческим столовым за годы учебы, выпускник экономического вуза решает на паях со своей сестрой, в совершенстве унаследовавшей мамино кулинарное искусство (мама по праву считается лучшей поварихой села Верхние Индырчи Апастовского района) открыть производство бюджетных национальных блюд по технологии фаст-фуда. Уникальная мамина технология предварительной подготовки начинки позволяет в промышленных масштабах выпускать выпечку, сократив время нахождения изделий в печи до приемлемого в заведениях быстрого питания. В результате потребитель получает не *разогретый*, а *горячий* эчпочмак.

Проблема, однако, возникает с неожиданной стороны: сестра – потенциальный партнер по бизнесу, вдохновившись самой идеей, решительно не приемлет стратегию финансирования бизнеса, предлагаемую братом. Все дело в том, что из требуемых 1 млн. для организации бизнеса брат предлагает использовать лишь 500 000 руб. собственных средств, а остальные 500 000 руб. взять в кредит в банке под залог достаточно ликвидного оборудования мини-пекарни. Так как производитель мини-печей заинтересован в продвижении их на рынок, он предлагает льготный кредит под 10% годовых на весь период реализации проекта. При этом у брата с сестрой имеется 1 млн. руб. собственных средств, выделяемых родителями на развитие бизнеса.

Выпускник гуманитарного факультета технического вуза, сестра подходит к принятию финансовых решений с позиций повседневной логики и здравого смысла и решительно не понимает, зачем залезать в долги, если вполне хватает собственных средств. Не верит она и финансовым показателям со странными названиями типа ROE, ROA, леверидж и т.п., справедливо считая, что хиджаб лучше и правильнее левериджа. Тем не менее, в силу уникальной квалификации сестры ее участие в бизнесе критически необходимо.

Брату жизненно необходимо представить убедительную аргументацию. В

противном случае под вопрос ставится его профессиональная экономическая квалификация; кроме того, он искренне убежден в правильности своего подхода.

Чья позиция является более правильной? Если брата, то необходимо помочь ему сформулировать аргументацию в пользу предлагаемого подхода на понятном неэкономисту языке.

Дополнительная информация о проекте:

Общество с ограниченной ответственностью «Эчпочмак» будет уплачивать налог на прибыль по ставке 20%. Прогнозная рентабельность активов также должна составить 20%. Кроме того, родители могут вложить временно свободные средства в банковский депозит под 12% годовых.

Контрольные вопросы

1. Определите понятия стоимости капитала; средневзвешенной и предельной стоимостей капитала.

2. Проанализируйте преимущества и недостатки использования модели Гордона и модели САРМ для определения стоимости собственного капитала компании. В каких случаях и для каких компаний они наиболее применимы?

3. Какие методы Вы предложили бы для оценки стоимости собственного капитала отечественных предприятий?

4. Проведите сравнительный анализ «американского» и «европейского» подходов к расчету эффекта финансового левириджа применительно к управлению финансами отечественных компаний.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Сформулируйте основные критерии эффективности управления структурой капитала корпорации в соответствии с концепцией компромисса между риском и доходностью.

2. Перечислите факторы, определяющие, на Ваш взгляд, структуру капитала отечественных предприятий.

3. Ваш знакомый банкир утверждает, что, так как дивидендов акционерам его банк не платит, и своих акций не котирует, стоимость его собственного капитала равна нулю. Аргументируйте свою позицию.

4. Выполните письменный анализ кейса «Средневожский калий» (см. Приложение).

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Основные теории дивидендной политики и их обоснование.

2. Информационное содержание (сигнальный эффект) решения о выплате дивидендов. Стабильность дивидендов.

3. Выкуп акций, как элемент дивидендной политики.

4. Факторы, определяющие формирование дивидендной политики публичных компаний.

5. Дивидендная политика компаний как фактор стоимости.

Контрольные вопросы

1. Дайте определение понятия дивиденда; охарактеризуйте порядок объявления и выплаты дивидендов.

2. Охарактеризуйте основные формы выплат дивидендов. Какие из них наилучшим образом подходят отечественным компаниям?

3. Охарактеризуйте преимущества и недостатки для акционеров выкупа акций, как метода выплаты дивидендов.

4. Какие последствия будет иметь для акционеров выплата дивидендов акциями?

5. Охарактеризуйте основной вопрос дивидендной политики. Согласны ли Вы с теорией «сигнального» эффекта дивидендной политики?

6. Выполните сравнительный анализ основных теорий дивидендной политики. Какие из этих теорий применимы в условиях отечественной экономики?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Выполните критический анализ балансовых моделей управления источниками финансирования.

2. Выполните задание № 13.5 на с. 483 к главе 13 книги Ю.Бриггема и Л.Гапенски «Финансовый менеджмент» (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 16,17,18.

2. Бриггем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Часть III.

3. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 11,12.

4. Пайк, Р., Нил, Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 19,20,21.

5. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – Часть VII.

ТЕМА 9. КРАТКОСРОЧНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ И УПРАВЛЕНИЕ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ КОРПОРАЦИИ (2 ЗАНЯТИЯ)

Занятие 1

Вопросы для обсуждения

1. Компромисс между риском потери ликвидности и снижением экономической эффективности, как методологическая основа управления оборотным капиталом и источниками его финансирования.

2. Возможность использования моделей финансирования инвестиций в оборотный капитал в качестве инструмента управления.

3. Управление денежными средствами: мотивы хранения денежных средств; цели управления денежными средствами; инструменты управления денежными средствами.

4. Модели управления денежными средствами: модель Баумола, модель Миллера-Орра, модель Стоуна.

5. Бюджет денежных средств как инструмент управления его денежным оборотом.

Практическое задание для аудиторной работы

Бюджет Новорусского сельского совета местного самоуправления характеризуется высокой стабильностью и предсказуемостью расходной части и, как следствие, использует модель Баумола для расчета оптимального уровня остатков денежных средств на расчетном счете. Годовые расходы бюджета составляют 3 млн. руб.; временно свободные средства продвинутый председатель совета инвестирует в государственные ценные бумаги в среднем под 7% годовых; при этом расходы на обратную конвертацию ценных бумаг в денежные средства не зависят от объема конвертируемых средств и составляют 600 руб. за одну операцию. Рассчитайте средние размеры остатков денежных средств на расчетном счете совета и количество конвертаций за год при нулевых страховых остатках. Как изменится решение задачи, если страховые остатки денежных средств на расчетном счете будут составлять 30 тыс. руб.?

Контрольные вопросы

1. Какие принципы лежат в основе управления оборотным капиталом?
2. Почему зависимость между экономической эффективностью и долей оборотных активов в общей структуре активов предприятия носит \cap -образный характер?
3. Охарактеризуйте стратегии (модели) финансирования оборотного капитала.
4. Предприниматель утверждает, что на его предприятии не используются никакие стратегии финансирования оборотных активов. Прокомментируйте это утверждение.

5. Охарактеризуйте основные модели управления денежными средствами. Каковы возможности их применения в отечественных условиях?

Задания для самостоятельной работы

Выполните задачи 21.4, 21.5, 21.6 к главе 21 (с. 335) книги Ю. Бриггема и Л. Гапенски «Финансовый менеджмент» (см. список рекомендуемой литературы).

Занятие 2

Вопросы для обсуждения

1. Управление товарно-материальными запасами: анализ издержек, модели управления запасами, определение оптимальной величины заказа, создание необходимого запаса.

2. Управление дебиторской задолженностью.

3. Кредитная политика корпорации: решение о предоставлении отсрочки по оплате поставки, условия реализации в кредит, оценка рисков; инкассационная политика.

Практические задания для аудиторной работы

1. Фирма «Премиум Компьютерс» специализируется на розничной продаже «лап-топов» в верхнем сегменте рынка. Средняя цена продаваемого компьютера – \$2500. Компания реализует 50 компьютеров в месяц. Для доставки компьютеров со склада регионального дилера фирма нанимает специальный фургон, вместимость которого – 150 компьютеров. Стоимость одной доставки – \$220. Цена финансирования инвестиций в запасы составляет 8%, страхование – 3%, хранение – 6% от продажной цены компьютера. Рассчитайте оптимальный размер одного заказа и число поставок за год. Какие проблемы могут возникнуть при внедрении рассчитанных значений в управленческую практику?

2. Ресторан использует 500 кг креветок в год. Креветки поставляются в ресторан упаковками весом 5 кг и ценой 400 руб. каждая. Стоимость доставки одной упаковки креветок составляет 40% от ее цены; размещение одного заказа – 80 руб. Рассчитайте оптимальную частоту размещения заказа.

Контрольные вопросы

1. Сформулируйте кредитную политику известного Вам предприятия. Соответствуют ли ее положения сложившимся в мировой практике традициям?
2. Сформулируйте цели и задачи управления запасами предприятия.
3. По какому принципу и каким образом классифицируются издержки предприятия по поддержанию запасов?

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Проанализируйте и сравните двухкорзинную модель управления запасами и модель управления «точно в срок».
2. Проработайте пример к главе 22 («Cotton Tops, Inc. – с. 351-357) книги Ю.Бригхема и Л.Гапенски «Финансовый менеджмент» (см. список рекомендуемой литературы).
3. Проработайте пример к главе 23 («Hanover – с. 371-375) книги Ю.Бригхема и Л.Гапенски «Финансовый менеджмент» (см. список рекомендуемой литературы).
4. Выполните задачи 23.1, 23.2 к главе 23 (с. 396) книги Ю.Бригхема и Л.Гапенски «Финансовый менеджмент» (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 30,31,32.
2. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Часть VI.
3. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – Гл. 18,19,20.
4. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – Часть VIII.

ТЕМА 10. ФИНАНСОВЫЕ АСПЕКТЫ КОРПОРАТИВНЫХ РЕОРГАНИЗАЦИЙ (1 ЗАНЯТИЕ)

Вопросы для обсуждения

1. Классификация корпоративных слияний и поглощений.
2. Методы и технологии корпоративных слияний и поглощений, их преимущества и недостатки.
3. Финансовые последствия корпоративных слияний и поглощений.
4. Основные методы защиты от враждебных поглощений.
5. Мотивы и финансовая эффективность корпоративных слияний и поглощений: анализ отечественной и зарубежной практики

Контрольные вопросы

1. Охарактеризуйте основные типы корпоративных реорганизаций и их экономическое содержание.
2. Какие основные механизмы корпоративных реорганизаций Вам известны? В чем секрет популярности обмена акциями при корпоративных слияниях?
3. Что представляет собой выкуп с долговым финансированием? В каких ситуациях используется эта технология в зарубежной практике?
4. Охарактеризуйте известные Вам методы защиты от враждебных поглощений, используемые в рыночных экономиках.

Вопросы и задания для самостоятельной работы

1. Выполните обзор законодательного регулирования реорганизаций акционерных обществ в Российской Федерации.
2. Выполните задания № 16,17,18 на с. 652, 653 к главе 20 книги С.Росса, Р.Вестерфилда и Б.Джордана «Основы корпоративных финансов» (см. список рекомендуемой литературы).

Рекомендуемая литература

1. Брейли, Р., Майерс, С. Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. – Гл. 33,34.

2. Бригхем, Ю., Гапенски, Л. Финансовый менеджмент. Полный курс. В 2-х т.: учебное пособие / Пер. с англ. – СПб: Экономическая школа, 2005. – Гл. 24.

3. Ли, Ченг Ф., Финнерти, Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. – М.: ИНФРА–М, 2000. – Гл. 22.

4. Пайк, Р., Нил, Б. Корпоративные финансы и инвестирование. – 4-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2006. – Гл. 22.

5. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – Гл. 20.

ГЛОССАРИЙ

Агентские издержки (Agency costs) – издержки, связанные с разделением функций владения и управления компанией.

Агрессивные акции (Aggressive stocks) – акции, Бета-коэффициент которых больше единицы.

Американские депозитарные расписки (American Depository Receipts, ADR) – финансовые активы, выпускаемые банками США и представляющие собой инструмент непрямого владения акциями конкретных зарубежных компаний.

Американский опцион (американский стиль) – опцион, исполнение которого возможно в любой момент в течение срока действия опционного контракта.

Арбитраж (Arbitrage) – *безрисковые* операции по купле-продаже финансового актива с целью получения прибыли, величина которой заранее известна арбитражеру. Под *безрисковостью* в данном контексте понимается отсутствие курсовых рисков.

«Белый рыцарь» («White knight») – компания, обычно дружески настроенный конкурент, появляющаяся после начала враждебного поглощения и предлагающая условия, более выгодные для менеджмента поглощаемой компании.

Биржевой опцион – срочный биржевой¹ контракт, по которому одна сторона - **покупатель (держатель - Holder)** опциона приобретает *право*, а другая - **продавец опциона (Writer)** принимает на себя *обязательство* по покупке или продаже базового актива по заранее оговоренному курсу (цене) в заранее согласованную дату или период времени. Покупатель опциона выплачивает продавцу за принятие тем на себя обязательства **премию**, которая представляет собой цену опциона.

Варранты (Warrants) – опционы на покупку обыкновенных акций фирмы по заранее оговоренной цене (которая обычно выше текущей курсовой стоимости этих акций на момент выпуска варрантов). Варранты обычно выпускаются

¹ Биржа выступает стороной в сделке, гарантируя ее исполнение.

каются вместе с облигациями фирмы и представляют собой достаточно долгосрочные инструменты.

Вертикальная интеграция (Vertical integration) – объединение компаний «вдоль» технологической цепочки («вверх» и «вниз» по цепи поставок).

Вторичный рынок (Secondary market) – рынок, на котором торгуются ранее выпущенные ценные бумаги.

Выкуп акций (Share buyback) – выкуп фирмой ранее размещенных акций либо на рынке, либо непосредственно у акционеров.

Выкуп акций новым менеджментом (Management buy-in, MBI) – покупка доли в действующей фирме ее новым руководством, что наряду с финансовыми ресурсами обеспечивает дополнительную заинтересованность менеджмента в успехе предприятия и стимулирует активное вложение знаний и опыта новых менеджеров в деятельность фирмы.

Выкуп акций действующим менеджментом (Management buy-out, MBO) – покупка мажоритарной доли в действующей фирме ее руководством, обычно за счет привлечения долгового финансирования.

Выкуп акций за счет долгового финансирования (Leveraged buy-out, LBO) – см. **Выкуп акций действующим менеджментом**.

Выпуск прав (Rights issue) – размещение акций нового выпуска путем предложения действующим акционерам *преимущественных прав* на покупку акций по цене ниже рыночной. Преимущественные права предлагаются пропорционально количеству акций у конкретного акционера.

Гибридные ценные бумаги – финансовые инструменты, обладающие свойствами как акций, так и облигаций.

Гипотеза информационного контента (сигнального эффекта) дивидендов (Information content of dividends hypotheses) – предположение, в соответствии с которым объявление дивидендов несет в себе информацию о перспективах компании.

Горизонтальная интеграция (Horizontal integration) – объединение компаний(-конкурентов), действующих в одной отрасли.

Гринмейл (Greenmail) – целенаправленный выкуп компанией собственных акций с премией к рыночной цене с целью предотвращения враждебного поглощения.

Дата объявления дивидендов (Declaration date) – день, когда совет директоров компании принимает решение (объявляет) о выплате дивидендов, их размере, дате переписи и выплаты.

Денежный рынок (Money market) – сегмент финансового рынка, на котором торгуются финансовые активы срочностью до одного года включительно.

День закрытия реестра (дата переписи – Record day) – день, после которого покупатели акций не имеют права на получение начисленных дивидендов.

Дефолт (Default) – неспособность заемщика выполнить предусмотренные кредитным договором обязательства по выплате долга и/или процентов по нему.

Дивиденд, выплачиваемый акциями (Stock dividend) – распределение дополнительных акций среди действующих акционеров пропорционально имеющимся у них долям взамен причитающейся им суммы денежных дивидендов. Операция имеет бухгалтерскую природу, означая перераспределение средств со счета прибыли прошлых лет.

Дивидендная доходность (Dividend yield) – текущий годовой дивиденд, выплачиваемый на обыкновенную акцию, в процентах к рыночной стоимости последней.

Дивидендный выход (Payout ratio) – доля прибыли компании, выплачиваемая акционерам в форме денежных дивидендов.

Длинная позиция по опциону (Long position) – положение инвестора, купившего опцион.

Доверительный собственник (Trustee) – лицо, которому доверено право управлять принадлежащими другому лицу активами.

Дробление акций (Stock split) – пропорциональное увеличение числа акций принадлежащих действующим акционерам с одновременным соответствующим уменьшением их номинальной стоимости. Дробление акций по существу представляет собой выплату в крупных объемах дивидендов акциями (см.

выше). Для документарных акций процедура дробления означает одновременный обмен каждой из обращающихся акций на несколько новых.

Еврооблигация (Eurobond) – облигация, размещаемая вне юрисдикции страны заемщика и обычно вне страны, в валюте которой облигация деноминирована.

Европейский опцион (европейский стиль) – опцион, который может быть исполнен только в фиксированную дату.

«Заблуждение предпочтения дивидендов» (Bird-in-the-hand fallacy) – ошибочное представление о предпочтении акционерами выплаты будущих дивидендов в более близкие сроки по сравнению с выплатой эквивалентной (с учетом наращения) суммы в более поздние сроки.

Идеальные рынки (Perfect markets) – рынки ценных бумаг, на которых отсутствуют препятствия к совершению сделок: ценные бумаги бесконечно делимы, налоги и транзакционные издержки отсутствуют, равно как и издержки на получение и обработку информации.

Инвестиционный банкир или Андеррайтер (Investment banker or, alternatively, Underwriter) – организация, которая выступает посредником между эмитентом и конечным покупателем ценных бумаг на первичном рынке.

Инсайдеры (Insiders) – в узком смысле менеджеры, члены советов директоров и акционеры, владеющие крупными пакетами акций. В более широком смысле – любые лица, имеющие доступ к «внутренней» информации, существенной для определения реальной стоимости корпоративных ценных бумаг и недоступной широкой публике.

Инсайдерские сделки (Insider trading) – сделки с корпоративными ценными бумагами, основанные на использовании информации, недоступной широкой публике.

Институциональный инвестор (Institutional investor) – финансовый посредник, инвестирующий привлеченные средства в ликвидные ценные бумаги.

Инфорсмент (Enforcement) – принуждение стороны контракта к исполнению обязательств (как явных, так и неявных).

Коммерческая бумага (Commercial paper) – краткосрочное необеспеченное долговое обязательство; по сути – долговая расписка (promissory note), выпускаемая крупной, высокорейтинговой корпорацией.

Конгломеративное слияние (Conglomerate merger) – объединение компаний, осуществляющих деятельность в относительно несвязанных между собой областях.

Короткая позиция по опциону (Short position) – положение инвестора, продавшего опцион.

Кривая доходности (Yield curve) – кривая, отражающая связь доходности облигации к погашению со сроком ее погашения.

Опцион колл (Call option) – опцион на покупку актива.

Опцион пут (Put option) – опцион на продажу актива.

Отзывная премия (Call premium) – разность между ценой отзыва облигации и ее номинальной стоимостью.

«Отравленная пилюля» («Poison pill») – предоставление компанией, которая может стать объектом враждебного поглощения, своим акционерам определенных прав, которые могут быть использованы только в случае попытки враждебного поглощения с целью сделать последнее запретительно дорогим.

Первичный рынок (Primary market) – рынок вновь размещаемых ценных бумаг.

Производный финансовый инструмент (дериватив) – срочный контракт, в качестве базового актива которого могут выступать: финансовый актив, иностранная валюта, биржевой товар либо иные активы. Стоимость дериватива зависит не от величины, а от скорости изменения стоимости базового актива.

Публичная компания – компания, долевые и/или долговые ценные бумаги которой котируются на открытых рынках.

«Разводнение» прибыли (Earnings dilution) – уменьшение прибыли на акцию (EPS) в результате дополнительных эмиссий акций либо конвертации в обыкновенные акции конвертируемых финансовых инструментов.

Реальный опцион – юридически обязывающий контракт либо хозяйственная ситуация, в соответствии с которыми менеджмент компании получает возможность внести изменения в осуществляемый проект либо предпринять иные хозяйственные действия на заранее известных условиях. На эффективном рынке возникновение подобной возможности всегда обусловлено дополнительными затратами, которые несет держатель опциона. Эти затраты и представляют собой цену опциона.

Рынки капиталов (Capital markets) – финансовые рынки, на которых торгуются финансовые активы срочностью более одного года.

Рыночная капитализация (Market capitalization) – произведение количества находящихся в обращении акций на их рыночную стоимость; другими словами – рыночная оценка капитала, принадлежащего собственникам компании.

Рыночный портфель (Market portfolio) – портфель, состоящий из всех возможных ценных бумаг, взвешенных в соответствии с их долями в суммарной рыночной капитализации.

«Самодельные дивиденды» (Home-made dividends) – денежные средства, получаемые инвестором в результате продажи части своих инвестиций в качестве суррогата дивидендных выплат.

«Самодельный левиредж» (Home-made leverage) – эффект левиреджа, достигаемый путем осуществления персональных заимствований в процессе арбитражной операции с обыкновенными акциями двух фирм, одна из которых использует, а другая не использует заемные средства.

Сверхдоход (Abnormal return) – доходность на инвестицию, превышающая уровень, необходимый для компенсации ее (инвестиции) рисковости.

Секьюритизация (Securitization) – объединение небольших низколиквидных кредитов и выпуск под их обеспечение нового долга в ликвидной форме (в форме долговых ценных бумаг).

Скорректированная Бета (Adjusted Beta) – оценка Бета-коэффициента ценной бумаги, полученная на основе корректировки рассчитанного по истори-

ческим данным коэффициента с учетом допущения о том, что «истинная» Бета ценной бумаги с течением времени стремится к единице.

Стейкхолдеры (Stakeholders) – в широком смысле слова – все заинтересованные в деятельности компании лица. При этом в отличие от акционеров и кредиторов, предоставляющих фирме финансовые ресурсы и несущих соответствующие риски, прочие стейкхолдеры вкладывают в деятельности фирмы свой специфический капитал, и соответственно принимают на себя нефинансовые риски (в частности, риск ликвидности).

Стратегия максимальных усилий при размещении ценных бумаг (Best-effort underwriting) – вариант размещения ценной бумаги, при котором инвестиционные банкиры соглашаются выполнять функцию не дилеров, а лишь агентов, обеспечивающих эмитенту максимальную цену, которую рынок готов «заплатить» за ценную бумагу, но не принимающих на себя ответственность за полное размещение всего выпуска.

Теория арбитражного ценообразования (Arbitrage pricing theory) – равновесная модель ценообразования финансовых активов, в соответствии с которой ожидаемая доходность ценной бумаги представляет собой линейную функцию ряда факторов.

Цена опциона (опционная премия) – затраты, необходимые для получения предоставляемых опционом прав или возможностей. На эффективном рынке цена опциона всегда положительна.

Цена отзыва облигации (Call price) – цена, которую эмитент должен заплатить держателю облигации, если последняя отзывается ранее установленно-го в условиях эмиссии срока погашения.

Цена страйк (Strike price) – цена исполнения опциона.

Ценность (внутренняя стоимость) опциона – показатель, отражающий в денежном измерении ожидаемые на конкретный момент времени выгоды от реализации опциона. Для биржевых опционов их рыночная стоимость (цена опционов, опционная премия) должна отражать их ценность. Для реальных оп-

ционов цена зафиксирована во времени, ценность же изменяется с течением времени в результате воздействия ряда факторов.

Эффект клиентуры (Clientele effect) – представление о том, что компания привлекает инвесторов за счет проведения дивидендной политики в интересах определенной группы акционеров.

Эффективность информационная (Informational efficiency) – тип эффективности, характеризующей степень отражения в текущем курсе акций (или иных приносящих доход активов) их «справедливой» стоимости.

Эффективность операционная (Operational efficiency) – тип эффективности, характеризующей влияние транзакционных издержек и рыночных несовершенств на рыночные сделки.

Эффективность распределительная (Allocational efficiency) – тип эффективности, характеризующий перераспределение капитала в направлении его наиболее продуктивных пользователей.

Термины и аббревиатуры, используемые в отечественной практике
без перевода

Due diligence – добросовестная попытка выявить все факты, относящиеся в выпуску ценной бумаги.

ЕБИТ (Earnings before Interest and Tax) – прибыль до выплаты процентов и налога на прибыль. Показатель эффективности деятельности фирмы без учета влияния ее финансовой политики.

ЕБИТДА (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) – прибыль до выплаты процентов, налога на прибыль, вычета амортизации материальных и нематериальных активов. Показатель эффективности деятельности фирмы без учета влияния ее финансовой и амортизационной политики. Может рассматриваться как приближенный индикатор потока денежных средств от основной деятельности фирмы (расхождение касается изменения величины чистого оборотного капитала).

Initial public offering (IPO) – первый публичный выпуск акций компанией.

LIBID (London Interbank Bid Rate) – ставка, по которой евродолларовые дилеры привлекают кредиты на межбанковском рынке.

LIBOR (London Interbank Offered Rate) – ставка, по которой евродолларовые дилеры предлагают кредиты на межбанковском рынке.

Методическая разработка

Анкудинов Андрей Борисович

ФИНАНСЫ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ